PRUDENCE, PATIENCE ET DES EMPLOIS

Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en evolution :

— rapport sommaire —

Prudence, patience et des emplois : Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution - Rapport sommaire

ISBN : 0-921398-29-8

Janvier 1999

Imprimé et relié au Canada.

Toutes les publications du CCMTP sont imprimées sur du papier recyclé et peuvent être recyclées.

Le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP) est un organisme bipartite national indépendant qui regroupe des intervenants du patronat et du mouvement syndical dont la mission est de contribuer à la croissance économique et à l'avancement de la société canadienne en améliorant les relations patronales-syndicales au pays et en formulant à l'intention des gouvernements des recommandations en matière de politique publique, tout particulièrement en ce qui a trait aux questions liées au marché du travail et à la productivité.

Le chercheur responsable de ce projet de recherche est Kirk Falconer du CCMTP.

Numéro d'enregistrement de la TPS : R100767268

Also available in English.

Centre canadien du marché du travail et de la productivité
55, rue Metcalfe – Bureau 1500
Ottawa (Ontario) K1P 6L5
Canada

Téléphone : (613) 234-0505
Télécopieur : (613) 234-2482
Courrier électronique : clmpc@magi.com
Site Web : www.clmpc.ca

Table des matières

AVANT-PROPOS 1

REMERCIEMENTS 2

INTRODUCTION 3

1. Les points de vue des intéressés sur les placements des caisses de retraite dans une nouvelle économie 5

2. Le placement et la gestion de l'actif des caisses de retraite au Canada 6

3. La participation des caisses de retraite sur certains marchés financiers 10

4. Les caisses de retraite et le capital de risque 12

5. Les caisses de retraite et le marché intermédiaire 17

6. Les caisses de retraite et le marché boursier 21

7. Les caisses de retraite et le marché immobilier 26

8. Les obstacles aux placements des caisses de retraite dans une nouvelle économie 31

CONCLUSION 39

PETIT GLOSSAIRE 41

BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE 43

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION DU CCMTP 44

Avant-propos

Pour la plupart d'entre nous, l'expression « caisse de retraite » évoque le vieillissement, la retraite et la sécurité économique à long terme. Autrement dit, nous nous posons des questions personnelles comme : *Combien me faut-il exactement pour m'assurer une retraite confortable et une bonne qualité de vie à la retraite?* La politique publique canadienne et les médias reflètent ces importantes préoccupations des citoyens comme en témoignent les analyses récentes sur les défis que présente pour la société une population vieillissante et les pressions croissantes sur le trésor public pour que soit garantis les soins de santé et des programmes de sécurité du revenu. Dans ce contexte, le rôle joué par les régimes de retraite d'employeur (ou professionnels) est vital pour de nombreux travailleurs et retraités canadiens ainsi que les membres de leur famille.

De plus en plus, la politique publique considère aussi les caisses de retraite d'un point de vue complètement différent, c'est-à-dire en fonction de la croissance rapide de leur importance comme investisseurs institutionnels dans le système financier canadien. Les régimes d'employeur ne sont pas seulement la principale source de revenu de retraite pour de nombreux travailleurs, mais aussi de grandes et influentes institutions financières qui assument une fonction économique en convertissant l'épargne nationale en des placements à valeur ajoutée de nature à créer des emplois.

Dans quelle mesure ces rôles différents convergent-ils? La principale priorité des fiduciaires et des gestionnaires de caisses de retraite consiste à obtenir des revenus optimaux en investissant de manière prudente. Les législateurs et les gouvernements doivent veiller à maintenir un cadre de politique sociale qui tient compte des tendances du système canadien de revenu de retraite et qui prévoit le vieillissement de la population. Par ailleurs, il faut avoir confiance que l'affectation de l'actif des caisses de retraite répond aux exigences de la politique économique. Le défi consiste à trouver une façon efficace et efficiente d'optimiser l'harmonisation de ces impératifs distincts et parfois contradictoires.

L'examen des caisses de retraite sous cet angle s'impose depuis longtemps. La présente étude du Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP) a pour but d'examiner les caisses de retraite du point de vue de leur fonction secondaire et moins bien connue d'agents économiques. *Prudence, patience et des emplois : Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution* examine donc le rôle et le rendement des placements des caisses de retraite comme moteur de résultats positifs en matière de production, de productivité et d'emploi dans une période de changements profonds et de restructuration. Cette étude vise donc à mieux connaître les caisses de retraite et à contribuer à élargir et à approfondir le débat public.

On trouvera dans les pages qui suivent le **Rapport sommaire** d'un **Rapport technique** de plus grande envergure et portant le même titre. Le Rapport technique contient des données et des analyses beaucoup plus détaillées, d'autres graphiques, une analyse des principaux thèmes de la politique publique, la liste des personnes consultées, des renvois ainsi qu'une bibliographie et d'autres documents de référence. Pour obtenir ce document, il suffit d'en faire la demande au CCMTP.

Remerciements

Prudence, patience et des emplois n'aurait pas été possible sans l'aide généreuse d'un grand nombre de personnes et d'organisations au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et ailleurs dans le monde.

Premièrement, le CCMTP exprime sa gratitude et ses remerciements pour la contribution financière du Programme de partenariat syndical-patronal de Développement des ressources humaines Canada.

Deuxièmement, il importe de souligner que les recherches ayant abouti à *Prudence, Patience et des emplois* reposent sur des entrevues effectuées en 1997 et 1998. Les sources d'information ont compris des représentants du milieu universitaire, d'organismes d'analyse des marchés, des syndicats et du patronat, des gouvernements fédéral et provinciaux, sans oublier des fiduciaires de caisses de retraite, des gestionnaires financiers, des conseillers et des représentants des organismes de réglementation. Le CCMTP est extrêmement reconnaissant à tous ceux qui ont participé à cet échange de connaissances. La liste exhaustive des sources d'information se trouve à l'annexe 1 du **Rapport technique** (voir l'**Avant-propos**).

Des remerciements spéciaux s'adressent à ceux qui ont grandement contribué aux recherches du CCMTP en fournissant des données et des analyses, des conseils sur les questions clés ou leurs réactions à la lecture des ébauches du rapport. Il s'agit notamment des consultants en projet Mary Macdonald (Macdonald & Associates), Bob Baldwin et Dick Martin (Congrès du travail du Canada) et Gordon Sharwood (Sharwood and Company). Nous avons aussi profité de la contribution régulière de fiduciaires de caisses de retraite chevronnés comme Darcie Beggs, Drew Bucknall, Bill Clark, Lynn Clark, Ian Collier, Jean-Claude Cyr, Heather Gavin, Russell Hiscock, Michael Lay, Andrée Mayrand, Michel Nadeau, Doug Pearce et Don Walcot, ainsi que Keith Douglas de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (ACGFR). Nous n'oublions pas non plus les analystes des marchés financiers Randy Barber, Tessa Hebb, Ted Jackson, Regina Markey, et Allan Riding, les analystes de caisses de retraite Keith Ambachtsheer et Isla Carmichael et les praticiens Michael Brown, Peter Friend, Kevin McKenna, Robert Olsen, David Podmore, Hugh Rorison, Tony Stephens, Bob Tattersall, Sebastian Van Berkom et Sam Znaimer.

Merci également à l'ACGFR et au Syndicat des employés et des employées de la fonction publique de l'Ontario (SEEFPO) pour les ressources, notamment en nature, consacrées à la production de deux enquêtes (voir l'**Introduction**), ainsi que les membres de l'ACGFR et les fiduciaires du mouvement syndical et du patronat qui y ont participé.

Merci à Jean-Guy Bourgeois pour son aide à la recherche et au personnel de la Section des pensions de Statistique Canada, de la revue *Benefits Canada*, et du ministère des Finances pour leurs conseils périodiques.

Enfin, merci à tous les dirigeants et employés de sociétés canadiennes et non résidentes, institutions financières et caisses de retraite qui ont très généreusement donné au CCMTP accès à leurs opérations et leurs dossiers aux fins des études de cas et qui, bien souvent, ont aussi apporté une contribution et un appui importants.

Introduction

Les régimes de pension d'employeur constituent une pierre angulaire du système mis en place au Canada pour fournir une source de revenu garanti aux travailleurs et à leur famille pendant la retraite. Grâce à leur actif de plus de 500 milliards de dollars (pour la portion dominante que constituent les caisses de retraite en fiducie) en 1998, ces caisses de retraite constituent actuellement le principal élément du système.

Les régimes de pension d'employeur reposent sur le report de la rémunération des employés et sur des actifs détenus en fiducie qui sont placés dans l'intérêt des employés. Ce mandat ne peut être ignoré, ni contourné ni subordonné à un autre objectif. Afin de remplir la « promesse de prestation d'une pension », les fiduciaires doivent diriger leur caisse de retraite avec soin, diligence et compétence, en veillant à ce que toutes les décisions soient transparentes et conformes à la loi.

Par ailleurs, les caisses de retraite sont aussi des institutions financières. En accumulant rapidement des actifs, elles sont devenues une présence incontournable sur les marchés financiers des économies industrialisées de la planète. Au Canada, elles ont grossi de 75 fois depuis le milieu des années 60 et elles constituent désormais la deuxième source de capitaux en importance, après les banques. Autrement dit, ce sont des investisseurs institutionnels puissants, qui s'enracinent de plus en plus profondément sur de nombreux marchés financiers publics et privés, et elles constituent également un facteur essentiel de la capacité du Canada de convertir l'épargne nationale en des investissements productifs.

Durant le processus d'optimisation du rendement financier, les placements des caisses de retraite peuvent procurer des « retombées secondaires » (des incidences économiques positives), comme la croissance économique, l'emploi et le développement local, ainsi que d'autres retombées sociales. Ces retombées sont souvent fortuites. Elles résultent aussi d'un ciblage stratégique de l'actif (p. ex. les investissements à vocation économique (IVE) aux États-Unis) effectué dans un cadre de gestion prudente qui considère les profits comme la priorité suprême. Qu'elles soient fortuites ou délibérées, les retombées secondaires sont peut-être plus importantes de nos jours, en raison de l'évolution et de la restructuration de l'économie canadienne. Vu que les taux de chômage élevés persistent, il est encore nécessaire d'appuyer les secteurs qui promettent aux générations futures une production, du travail et un revenu. Un défi crucial consiste à faire en sorte que les marchés financiers et les institutions financières facilitent cet objectif en dirigeant les ressources vers les secteurs qui présentent le plus grand potentiel productif.

Patience, prudence et des emplois : Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution analyse le rôle des caisses de retraite dans cette entreprise. Les études canadiennes sur la question étant limitées, le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP) a abordé cette tâche dans une perspective large, en examinant l'engagement passé et actuel des caisses de retraite sur quatre marchés financiers distincts qui exercent une grande influence sur une économie et un monde du travail en mutation. Les grands marchés financiers privés (par emprunt et par actions) qui répondent aux besoins financiers des petites et moyennes entreprises (PME) reçoivent une attention particulière, surtout dans la dernière partie du rapport portant sur les obstacles à la participation des caisses de retraite sur ces marchés.

Un obstacle rencontré dans la réalisation de cette étude a été l'absence de renseignements complets – sauf les excellentes données fournies par Statistique Canada et *Benefits Canada* – qui jettent de la lumière sur le rôle d'institutions financières joué par les caisses de retraite. Afin de compenser cette lacune, le CCMTP a interviewé des fiduciaires de caisses de retraite canadiennes, des experts financiers, des analystes du marché et des praticiens. Le CCMTP s'est aussi appuyé sur les données du marché et sur les résultats d'études de cas relatives à dvers aspects de la participation des caisses de retraite. À ces données se sont ajoutés quelques renseignements comparatifs sur la situation à l'étranger.

Enfin, le CCMTP a effectué, en collaboration avec l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (ACGFR), une enquête sur des obstacles déjà définis aux activités de placement susceptibles d'entraîner des retombées secondaires dans un nouveau cadre économique. Une enquête a aussi été menée auprès des membres du Syndicat des employés et des employées de la fonction publique de l'Ontario, en collaboration avec le CCMTP, sur la participation des employés aux décisions de placement des caisses.

1. Les points de vue des intéressés sur les placements des caisses de retraite dans une nouvelle économie

Les points de vue des entreprises

La principale préoccupation d'un grand nombre d'entreprises du Canada au sujet du placement et de la gestion de l'actif des caisses de retraite peut se résumer en quelques mots : l'accès au capital. Plus précisément, le financement disponible doit être lié de plus près à la nécessité d'investir dans le changement économique et tout particulièrement dans l'acquisition de nouvelles connaissances, technologies et compétences dans l'industrie. Au fil des années, plusieurs organisations professionnelles nationales ont affirmé que, dans une nouvelle économie planétaire plus concurrentielle, le stock de capital du pays doit être déployé de manière stratégique afin de réaliser des perspectives de croissance optimales. Pour œ faire, il faut résoudre le problème des besoins financiers des PME. C'est particulièrement vrai dans le cas des entreprises à forte croissance des secteurs du savoir et de la haute technologie.

En collaboration avec le CCMTP, la Chambre de commerce du Canada a contribué à confirmer les faits dans une enquête effectuée en 1995 auprès des PME membres. Cette enquête a révélé que la moitié des répondants croyaient leur financement à peine suffisant ou insuffisant. Les obstacles étaient plus marqués pour les entreprises les plus petites, les plus jeunes et les plus novatrices.

Les entreprises ont exprimé des préoccupations précises au sujet du rôle des caisses de retraite à cet égard. Ainsi, à la fin des années 80, la Chambre de commerce a souligné l'engagement limité de fonds pour financer des PME de tout genre, notamment du capital de risque. Compte tenu de l'expansion de l'actif des caisses de retraite et de l'influence des caisses dans le système financier canadien, elle soutenait que les fiduciaires devaient adopter une perspective à long terme à l'égard des placements et élargir leur participation sur les marchés financiers afin d'être plus pertinentes dans l'économie.

Les points de vue des syndicats

Au sein de nombreux syndicats canadiens, la principale préoccupation relative au placement et à la gestion de l'actif des caisses peut se résumer en quelques mots : la création d'emplois et la protection des emplois. Afin de maintenir le niveau de vie des travailleurs et de leur famille, il faut accorder la priorité aux nouveaux emplois ou aux emplois existants qui sont principalement des emplois à plein temps, à valeur ajoutée et bien rémunérés. De plus en plus, les syndicats et les travailleurs au Canada ont constaté un lien vital entre cet objectif et les décisions relatives au déploiement des ressources financières nationales. Un grand nombre de syndicats et de centrales syndicales ont conçu des stratégies de placement collectif comportant un mandat en matière d'emploi, tendance qui a été démontrée par le CCMTP dans son étude sur les fonds d'investissement parrainés par le mouvement syndical (1995).

Récemment, les syndicats ont tourné leur attention vers la contribution des caisses de retraite à cet objectif. Les syndicats qui ont publié des énoncés de politique ont généralement demandé aux caisses d'investir davantage en fonction des intérêts à long terme des travailleurs, de leur emploi et de l'économie nationale et locale. Le Congrès du travail du Canada (CTC) a décidé d'étudier de plus près les questions relatives aux placements des caisses de retraite au niveau national.

Les syndicats insistent notamment sur des modèles de ciblage de l'actif capables de procurer des retombées secondaires comme des logements à prix modique, le développement économique des collectivités et des emplois, grâce à la croissance des PME dans les industries traditionnelles et non traditionnelles. Certains favorisent l'établissement de critères de responsabilité sociale à l'égard des placements des caisses de retraite et des actes de leurs fiduciaires, à titre d'actionnaires minoritaires importants de sociétés cotées aux Bourses canadiennes. Par-dessus tout, de nombreux syndicats cherchent à donner un rôle plus important aux

employés et aux autres participants aux régimes de pension dans la régie des caisses, par des fiducies paritaires et d'autres mécanismes.

2. Le placement et la gestion de l'actif des caisses de retraite au Canada

Les régimes de pension d'employeur peuvent être décrits sous divers angles, mais ils sont habituellement analysés à l'aide de la base de données de Statistique Canada sur les caisses de retraite en fiducie, qui porte sur 90 p. 100 des régimes enregistrés et les deux tiers des fonds investis dans les régimes. Ces caisses représentent aussi la participation active de près de 4 millions de travailleurs canadiens. Au fil des années, les caisses de retraite en fiducie ont grandi à un rythme rapide et soutenu (actuellement, à un taux de plus de 10 p. 100 par année). En 1998, elles étaient 75 fois plus grosses qu'au milieu des années 60 et elles pourraient bien avoir grossi de 100 fois au début du prochain siècle.

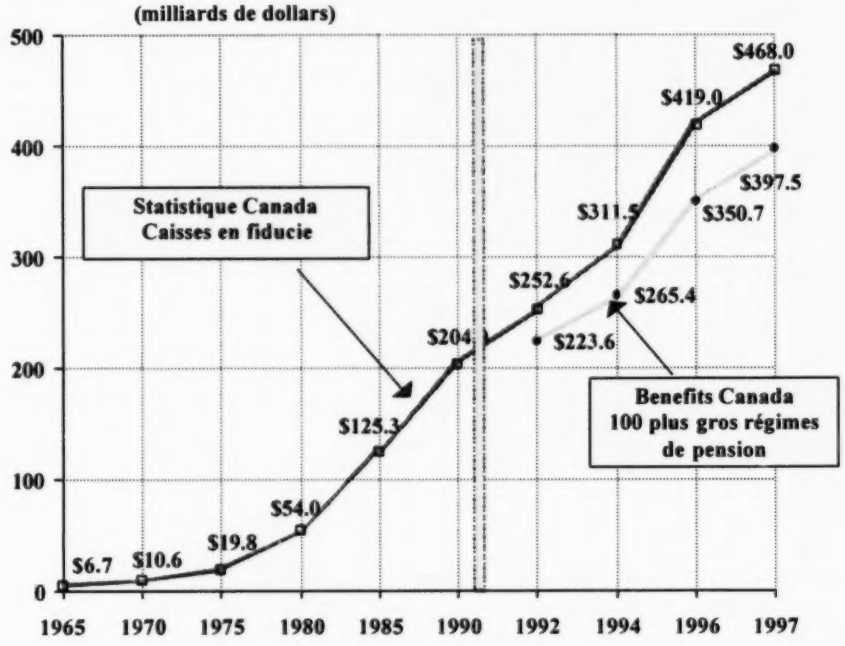
La croissance exponentielle des caisses de retraite repose sur plusieurs facteurs, notamment la modification récente de la pondération des catégories d'actifs de base vers une proportion accrue de titres de sociétés ouvertes et la « restructuration » des régimes, dont une caractéristique fréquente est la participation, pour la première fois, de nombreuses caisses du secteur public sur les marchés financiers. Le Conseil du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario illustre cette évolution, car il est passé d'un portefeuille en obligations non négociables de 16 milliards de dollars à un fonds de 53 milliards de dollars comprenant des titres de créance et des titres participatifs très diversifiés en 1997.

Les effets cumulatifs de cette évolution et d'autres facteurs ont permis de plus que doubler les avoirs détenus dans les caisses en fiducie – qui sont passés de 204 milliards de dollars à plus de 500 milliards de dollars – depuis le début de la décennie. Un aspect important de cette tendance est l'ascension de la catégorie des caisses du secteur public en quelques années. En 1997, *Benefits Canada* a révélé que seulement cinq des vingt plus grosses caisses de retraite au Canada étaient des caisses du secteur privé. La plus grosse est celle des enseignants et des enseignantes de l'Ontario, suivie de près par le Régime de retraite des employés du gouvernement et des organismes publics du Québec (49 milliards de dollars), le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (RREMO) (30 milliards de dollars) et le Régime de pension des hôpitaux de l'Ontario (RPHO) (13 milliards de dollars). Avec un actif de quelque 10 milliards de dollars, les plus grosses caisses de retraite privées sont celle de Bell Canada, gérée par Bell Investment Management Corporation (BIMCOR), et la Caisse de retraite des Chemins de fer nationaux du Canada.

Il y a également une concentration accrue des actifs dans les plus grosses caisses. Dans un monde qui compte plus de 3500 caisses en fiducie, les vingt plus grosses représentent près de 57 p. 100 de l'actif total, les dix plus grosses, 44 p. 100, et les trois plus grosses, 28 p. 100. Les actifs dans le secteur public ont été consolidés davantage par la croissance d'institutions de gestion financière comme la Caisse de dépôt et placement du Québec (64 milliards de dollars). Des institutions semblables comprennent l'Office of the Investment Officer (OCIO) (52 milliards de dollars), en Colombie-Britannique, et l'Investment Management Division (IMD) (33 milliards de dollars) de l'Alberta Treasury.

L'accumulation d'actifs d'une telle ampleur présage la maturité des caisses de retraite canadiennes comme institutions financières, à titre de bailleurs de fonds tout au moins. Les caisses de retraite sont actuellement la deuxième source de capitaux en importance, après les banques. Si les mêmes variables continuent de jouer, l'actif des caisses en fiducie continuera de grandir à court terme et pourrait dépasser 600 milliards de dollars peu de temps après l'an 2000.

Figure 1
Croissance des régimes de pension d'employeur au Canada, selon l'actif (à la valeur marchande), 1965-1992 et 1992-1997



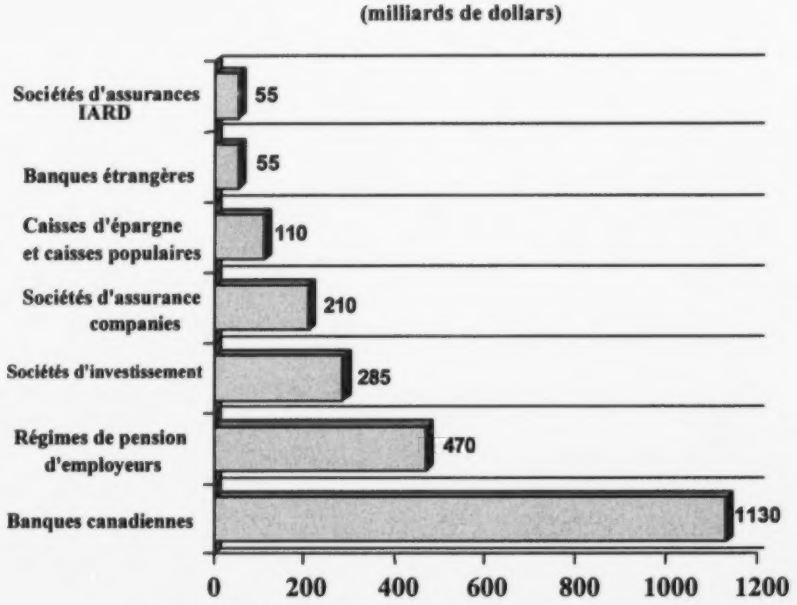
Sources : Statistique Canada, *Caisses de retraite en fiducie, 1965-1996; Estimations trimestrielles relatives aux caisses de retraite en fiducie* (4[e] trimestre, 1997), 1998; *Benefits Canada*, "The Top 100 Pension Funds", libraisons d'avril, 1993-1998.

Aspects de la régie des caisses de retraite

Les questions de régie relatives aux caisses de retraite multipartites ont aussi pris la vedette récemment. En 1997, l'ACGFR a élaboré des lignes directrices concernant des principes et pratiques modèles. Des analystes des régimes de retraite canadiens, comme Keith Ambachtsheer et Don Ezra, en ont souligné l'importance à mesure que les rôles et les obligations des caisses grandissent et évoluent.

Pour la plupart des caisses de retraite, les relations de régie sont définies par un accord fiduciaire approuvé légalement. Cet accord précise les responsabilités des fiduciaires envers les bénéficiaires du régime. Les fiduciaires sont désignés administrateurs officiels du régime en vertu des lois canadiennes et ont tendance à parrainer des employeurs, des comités de retraite particuliers ou des comités de composition diverse au Canada. Ce sont des fiduciaires de direction, de gestion et d'exploitation qui exercent des fonctions distinctes pour des régimes à employeur unique ou des régimes interentreprises qui peuvent être administrés par l'employeur ou par une fiducie paritaire. Dans la plupart des provinces, les fiduciaires qui sont des employeurs doivent mettre sur pied des comités consultatifs où sont représentés les employés ou les participants au régime, encore qu'il en existe peu à l'extérieur du Québec.

Figure 2
Quelques secteurs financiers canadiens, selon la taille de l'actif, 1997



Nota : En 1998, l'actif des banques canadiennes atteignait presque 1,3 billion de dollars, tandis que celui des caisses de retraite dépassait 500 milliards de dollars.

Sources : Les chiffres ci-dessus sont des approximations en fin d'année dérivées de la *Revue de la Banque du Canada* 1997-1998; des *Statistiques financières trimestrielles des entreprises*, 1998 et des *Estimations trimestrielles relatives aux caisses de retraite en fiducie*, 1998, de Statistique Canada, et des associations sectorielles nationales. Le CCMTP tient à remercier Jean-Guy Bourgeois pour sa contribution.

À tous égards, les syndicats canadiens recherchent de plus en plus un rôle accru pour les employés et les adhérents aux régimes dans la régie des caisses, notamment dans la prise des décisions de placement. Un grand nombre de syndicats nationaux et de syndicats provinciaux affiliés au CTC ont exprimé leur inquiétude au sujet de la participation limitée des syndicats aux structures de régie, malgré le nombre croissant de fiducies paritaires et d'organes de participation depuis les années 80. Ils s'inquiètent parce que la cogestion continue de se confiner aux régimes interentreprises et à certains régimes du secteur public. Certains de ces mécanismes de cogestion ou de consultation sont insatisfaisants aux yeux des représentants syndicaux.

Afin de dissiper ces inquiétudes, le CCMTP a collaboré avec le Syndicat des employés et employées de la fonction publique de l'Ontario (SEEFPO) en 1998 pour réaliser la première enquête auprès des fiduciaires canadiens représentant les syndiqués et des participants syndicaux aux comités consultatifs. Cette enquête avait pour but de mieux comprendre les divers mécanismes permettant aux employés d'influer sur la régie des caisses de retraite en interrogeant des représentants des 23 plus grosses caisses de retraite au pays. Parmi les principaux résultats de cette enquête, signalons :

- ✓ La participation des travailleurs à la régie des caisses de retraite va de la cogestion au sein des fiducies paritaires (dans les grandes caisses du secteur public) jusqu'à une participation limitée voire inexistante.
- ✓ Une cogestion intégrale existe dans les régimes de la fonction publique de l'Alberta, au College of Applied Arts and Technology, au RPHO et à la Fiducie de retraite du SEEFPO.
- ✓ Cinq autres régimes du secteur public fonctionnent aussi en fiducie paritaire tandis que d'autres pourraient se diriger dans cette voie.
- ✓ La plupart des grands régimes du secteur privé prévoient une représentation syndicale officielle limitée voire nulle.
- ✓ Les syndicats choisissent les fiduciaires représentant les employés dans cinq régimes ou recommandent les fiduciaires aux employeurs dans les autres.
- ✓ La plupart des modèles prévoyant une participation des employés prévoient aussi une certaine participation aux décisions de placement.
- ✓ Les syndicats recherchent de plus en plus une participation intégrale à la régie des caisses de retraite et des placements qui reflètent davantage les priorités économiques et sociales du Canada.

D'après les résultats de l'enquête du SEEFPO, le CCMTP estime qu'environ le tiers de l'actif des caisses de retraite est visé par une forme quelconque d'administration en fiducie paritaire en 1998.

Investir pour exécuter la « promesse de prestation d'une pension »

Toutes les politiques de placement des caisses de retraite ainsi que leurs procédés tirent leur origine dans la promesse de prestation d'une pension aux participants à la retraite. Les fiduciaires déterminent le niveau minimal de l'actif (en fonction des cotisations et des revenus de placement) nécessaire pour pouvoir verser les prestations à long terme. Lorsque ce niveau a été déterminé, la politique de placement énonce la composition du portefeuille pertinente ainsi que certains impératifs comme les attentes de rendement, la diversification et les paramètres de risque. La plupart des décisions de placement des caisses découlent de ces facteurs essentiels.

Ce cadre de gestion prudente est renforcé par le droit canadien. Les lois fédérales et provinciales sur les normes applicables aux régimes de pension tiennent les fiduciaires responsables de leurs décisions et de leurs actes à titre d'administrateurs officiels. Depuis 1987, les fiduciaires au Canada ont été guidés dans l'exercice de leurs fonctions par la « règle de la personne prudente », un principe de la *common law* qui exige qu'on agisse avec soin, diligence et compétence lorsqu'on s'occupe des avoirs des autres. En plus de cette règle, les lois énoncent d'autres exigences relatives aux placements des caisses de retraite. Ainsi, pas plus de 10 p. 100 d'un fonds de pension ne peut être placée dans une seule entité et aucune caisse de retraite ne peut posséder plus de 30 p. 100 des actions avec droit de vote d'une société.

Les fiduciaires de gestion transforment les politiques en stratégie. Cette dernière peut reposer sur un nombre quelconque d'éléments du style de placement, comme la mesure dans laquelle l'affectation de l'actif est gérée activement ou passivement. Les caisses de retraite peuvent être regroupées selon la manière dont elles combinent ces deux styles ou préfèrent l'un à l'autre. Certains ont soutenu que la démarche active est fructueuse lorsqu'il existe une inefficience relative sur les marchés financiers et qu'une gestion compétente peut ajouter de la valeur.

Aux fins des placements à long terme, les caisses de retraite peuvent être organisées de multiples façons. Ainsi, les équipes de gestion peuvent être internes ou externes, ou les deux. En règle générale, les équipes internes ne sont possibles que dans les très grosses caisses, encore qu'il n'existe aucune tendance uniforme, même parmi les grosses caisses. On peut recourir à des gestionnaires d'actifs équilibrés ou à des gestionnaires spécialisés, ou les deux. Lorsqu'il existe un substitut de placement aux catégories d'actifs non traditionnelles – celles qui s'écartent de la composition de base que sont les actions, les placements à revenu fixe et l'encaisse –

des ressources de gestion hautement spécialisées s'imposent de toute évidence.

Les tendances des placements des caisses de retraite

Les tendances des placements des caisses de retraite canadiennes ont beaucoup évolué avec le temps. Depuis le milieu des années 80, trois changements ont marqué les sources de rendement optimal dans une perspective économique nationale.

Le premier est la proportion globale plus élevée des placements dans des titres de sociétés ouvertes. D'après Statistique Canada, les obligations représentaient la plus forte proportion de l'actif (44 p. 100) il y a une décennie, mais cette proportion était descendue à 31 p. 100 en 1996. De nos jours, à près de 50 p. 100 de l'actif, les actions ont supplanté les obligations. Dans les plus grosses caisses de retraite, le taux s'approche de 54 p. 100. Mais les caisses canadiennes investissent moins dans les titres de sociétés ouvertes que leurs homologues du Royaume-Uni et des États-Unis.

Deuxièmement, il y a une diversification accrue des placements des caisses de retraite canadienne sur les marchés américains et mondiaux. Il y a quelques années, les caisses étaient loin de s'approcher du plafond imposé par la loi de 20 p. 100 d'actifs étrangers par rapport à l'ensemble du portefeuille. Mais ce plafond a été atteint par les grosses caisses en 1997 (et approché par d'autres), même si les tendances de l'engagement international reste sous-évalué vu que les fiduciaires investissent dans des produits dérivés.

Enfin, la sélection d'actions à cours élevé et la faible inflation durant la deuxième moitié des années 90 semblent avoir contribué à réduire la proportion des catégories d'avoirs substituts ou non traditionnels dans les portefeuilles, notamment les actions de sociétés fermées et les placements immobiliers. Les données ne sont pas toujours précises à ce sujet, étant donné qu'une grande partie de ces avoirs ne représentent habituellement qu'une petite fraction par rapport à l'ensemble du portefeuille.

Les placements des caisses de retraite et l'économie

De nos jours, les placements des caisses de retraite canadiennes recoupent plus que jamais les besoins de développement de l'économie canadienne. En l'espace de quelques années, les caisses sont devenues des institutions de prêt de premier plan et d'importants actionnaires à la Bourse. C'est ainsi que les placements accrus des caisses dans les actions des sociétés au cours des années 90 ont résulté en une interaction sans précédent avec les entreprises cotées à la Bourse et en des offres périodiques d'une ampleur telle qu'elles peuvent stimuler des investissements productifs, la croissance économique et l'emploi.

Il reste cependant des obstacles au financement des jeunes PME et des PME en expansion, des entreprises de croissance axées sur le savoir et la haute technologie, ainsi que des entreprises traditionnelles qui tentent de faire la transition vers un cadre économique modifié. Y a-t-il un décalage entre la demande provenant de ces secteurs et l'affectation de l'actif des caisses de retraite, dont témoigneraient peut-être les placements réduits dans d'autres catégories d'actifs que les catégories traditionnelles que sont les actions et les obligations et les marchés financiers privés où ils se concentrent?

Si tel est le cas, il y a aussi des signes que certains fiduciaires de caisses de retraite, au Canada et à l'étranger, sont en train de tracer une voie nouvelle et complètement différente. Avec la patience qui les caractérise – puisque la plupart d'entre eux peuvent équilibrer l'actif et le passif à long terme – et en se fixant des objectifs prudents (p. ex. la diversification de l'actif et du portefeuille), certains sont en train de rechercher une participation encore plus variée sur les marchés financiers.

3. La participation des caisses de retraite sur certains marchés financiers

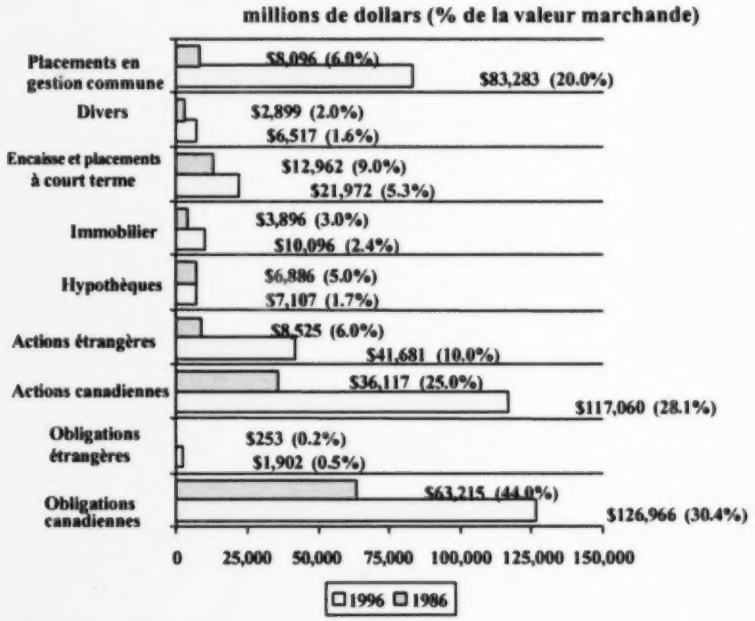
Les recherches du CCMTP sur le lien entre les placements des caisses de retraite et la

transition dans l'économie canadienne attirent l'attention sur quatre marchés financiers – le marché du capital de risque, le marché intermédiaire, le marché des titres de sociétés ouvertes (et plus particulièrement des titres de sociétés de petite capitalisation) et le marché de l'immobilier. Les trois premiers forment un continuum de financement privé-public pour la formation de nouvelles entreprises, la croissance des PME et les étapes ultérieures du développement des entreprises, dans les industries canadiennes traditionnelles et non traditionnelles, continuum qui crée des emplois ou protège les emplois existants. Tous attirent jusqu'à un certain point les caisses de retraite.

montrent que des obstacles peuvent avoir des répercussions immédiates sur la production économique et la création d'emplois, en particulier dans une période de changement et de restructuration. En outre, plus la demande des PME est techniquement spécialisée ou se situe ailleurs que dans les grands centres urbains ou les régions centrales, plus les difficultés à surmonter sont importantes.

En raison de l'inefficience intrinsèque des marchés financiers privés canadiens (p. ex. les problèmes d'information qui accroissent les coûts des transactions et les risques), ces marchés font l'objet périodiquement de mesures visant à améliorer les conditions de financement des PME, à l'échelle nationale et

Figure 3
Placements des caisses de retraite canadiennes, selon la catégorie d'actif (à la valeur marchande), 1986 et 1996



Source : Statistique Canada, *Caisses de retraite en fiducie, Statistiques financières, 1996*, mai 1998

Des obstacles au financement peuvent s'ériger en raison des qualités intrinsèques des PME (p. ex. leur taille, leur âge) ou lorsque des marchés financiers particuliers sont entravés par leur petite taille, leur sous-développement ou d'autres facteurs structurels. Des recherches approfondies

locale. De plus en plus, on reconnaît que le marché des prêts, celui du capital de risque institutionnel, celui du financement-relais et les autres marchés privés du financement par emprunt ou par actions exigent notamment des ressources de gestion spécialisées, une infrastructure et des conditions de l'offre

stables pour que leur potentiel puisse se réaliser. Bien que de qualité différente, il y a aussi des défis à relever à la Bourse.

Les caisses de retraite étant la deuxième source en importance de capitaux dans le système financier, leur attachement à ces marchés constitue un facteur important. Dans les prochaines sections, la nature, la portée, la taille des quatre marchés sont analysés ainsi que les activités passées et actuelles des caisses de retraite sur ces marchés, lorsque les données le permettent. Afin de compenser les lacunes concernant les activités actuelles, des précisions sont fournies sur les modèles de participation actuels. Chaque section se termine par un bref examen du contexte local et des perspectives d'une présence accrue des caisses de retraite à l'avenir.

4. Les caisses de retraite et le capital de risque

L'investissement dans les titres de sociétés fermées peut avoir de nombreuses applications dans une économie nationale. L'une des plus importantes est le capital de risque, qui s'adresse aux jeunes PME axées sur la croissance et à diverses étapes de développement, comme les projets de pré-démarrage et de démarrage, ainsi que les premières phases d'expansion ou les phases ultérieures, ou encore aux PME un peu plus établies qui effectuent des acquisitions, des prises de contrôle ou des redressements. Comme son nom l'indique, ce financement comporte des risques très élevés. Les projets d'investissement en capital de risque ne dépassent généralement pas de 7 à 10 millions de dollars (ce qui est peu élevé comparativement aux autres types de financement privé par actions dans des moyennes et des grandes sociétés bien établies) et durent habituellement de trois à dix ans.

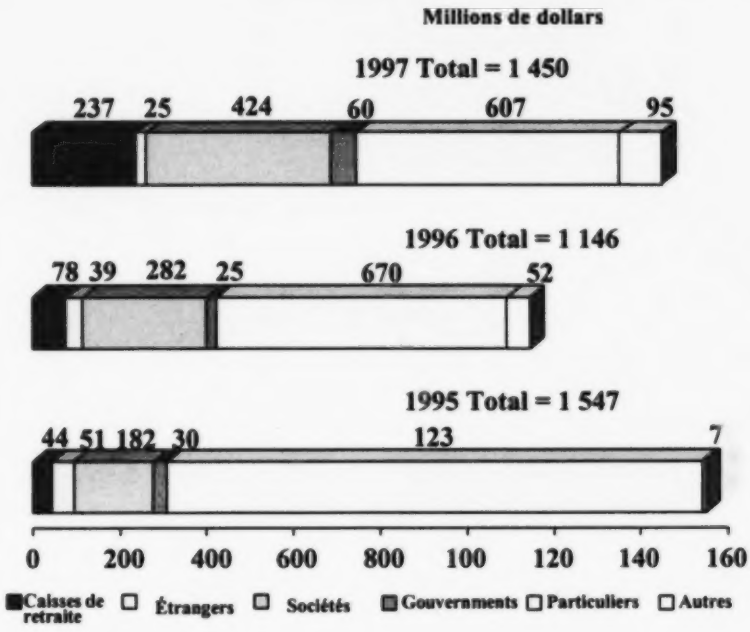
Le capital de risque est un substitut vital ou un complément aux prêts bancaires pour les PME et surtout pour celles qui œuvrent dans les industries du savoir et de la haute technologie incapables d'obtenir du financement garanti plus classique et à faible risque.

Le Canada est fortuné, car il a un marché du capital de risque croissant et de plus en plus diversifié. C'est loin d'être le cas de nombreux pays industrialisés avancés hors de l'Amérique du Nord. Les origines de ce marché remontent au début des années 50, mais il a fallu attendre les années 80 avant que le marché soit bien développé. Depuis, le marché canadien a évolué en dépit d'obstacles structurels importants, comme des mouvements de capitaux restreints ou instables, une infrastructure limitée et une pénurie de spécialistes compétents ou chevronnés.

En 1998, les capitaux sous gestion sur le marché canadien s'élevaient à 8,4 milliards de dollars, soit près du double des ressources disponibles au début des années 90. L'activité atteint aussi des niveaux record. En 1997, 1,8 milliard de dollars ont été investis dans près de 800 sociétés.

Ces tendances sont cruciales pour la capacité du Canada de remplacer les anciennes sources de croissance économique et d'emploi par de nouvelles. Au fil des années, la formation de nouvelles entreprises et les PME dans les industries de la technologie et d'autres industries de valorisation ont eu de plus en plus la possibilité de prendre une expansion rapide avec l'appui du capital de risque. Lentement mais sûrement, ce processus contribue à changer l'économie nationale et l'emploi, en grande partie en favorisant un accroissement de la production du savoir et du nombre de travailleurs du savoir. Entre 1991 et 1996, 17 000 emplois ont été créés par 420 sociétés financées par du capital de risque à un taux de croissance annuel de 26 p. 100 – une performance qui dépasse largement celle du reste de l'économie.

Figure 4
Sources de nouveau capital de risque au Canada, 1995-1997



Source : Macdonald & Associates, 1998

Les caisses de retraite et le capital de risque : Autrefois et aujourd'hui

Les caisses de retraite canadiennes ont joué un rôle formateur sur le marché du capital de risque dans les années 80, après les réformes réglementaires (p. ex. la création de la règle de la personne prudente) qui a nettement élargi leurs pouvoirs de placement. Leur rôle de bailleur de fonds dominant a atteint un sommet en 1987, mais a grandement diminué par la suite, tout comme la participation d'autres investisseurs institutionnels (p. ex. les sociétés d'assurance-vie) en raison de plusieurs facteurs. Même si la récession économique qui a suivi a été un élément déclencheur, les recherches effectuées par le CCMTP ont révélé que le retrait des caisses de retraite était relié principalement à un rendement financier inférieur aux attentes, à court terme tout au moins, ainsi qu'aux lacunes de la structure du marché qui ont ébranlé la confiance des fiduciaires.

Il en est résulté une baisse de la participation globale des caisses de retraite jusqu'à une moyenne de 50 millions de dollars de nouveaux engagements financiers par année. Seul le Québec a continué d'afficher une forte participation. Enfin, l'année 1997 a été marquée par un léger redressement de la participation des caisses de retraite sur le marché du capital de risque, les nouveaux engagements financiers provenant de cette source grimpant jusqu'à un sommet inégalé de 237 millions de dollars. Cette somme représente 16 p. 100 de l'ensemble du marché cette année-là, ou une hausse de près du triple par rapport aux niveaux des années précédentes.

La participation actuelle des caisses de retraite se concentre actuellement dans une poignée de grosses caisses du secteur public, comme le RPHO, le RREMO, le Régime de retraite des enseignants et des enseignantes

de l'Ontario et les régimes associés à la Caisse de dépôt et à l'OCIO de la Colombie-Britannique. D'un autre côté, les autres caisses des secteurs privé et public dont les placements en capital de risque remontaient aux années 80 ont liquidé peu à peu ces engagements et, dans la plupart des cas, n'en ont pas pris de nouveaux par la suite.

D'après la base de données de Macdonald & Associates qui remonte à 1985, le CCMTP évalue la participation des caisses de retraite canadiennes sur le marché du capital de risque à quelque 800 millions à 1 milliard de dollars.

En pratique, les caisses de retraite peuvent entrer sur le marché directement ou indirectement. L'entrée directe comporte souvent un co-investissement avec d'autres investisseurs pour une opération en particulier (dans le cas des grandes caisses). Mais la plupart des engagements se prennent indirectement par la mise en commun d'avoirs des caisses de retraite une caisse commune externe, comme une société en commandite simple. Cette méthode est très efficace, car elle permet aux investisseurs de toutes tailles de partager les coûts et les risques d'opérations relativement peu importantes et de petits placements, ainsi que de confier les tâches de gestion intensive à des spécialistes qui ajoutent de la valeur. Étant donné le nombre limité de ces spécialistes, les placements en gestion commune permettent aussi à de nombreuses caisses de retraite de profiter des experts disponibles. Le CCMTP a constaté la présence des systèmes directs et indirects au Canada.

Exemples de participation des caisses de retraite

- ✓ DIRECTE : Clé de voûte du succès du marché du capital de risque du Québec depuis deux décennies, la Caisse de dépôt déploie un groupe interne poussé de filiales axées sur les étapes de développement des PME en expansion, le secteur industriel, la gamme de produits ou la situation géographique. Ces filiales spécialisées, comme Sofinov, actives dans la biotechnologie, les sciences de la vie, les technologies de l'information et les biens industriels, ont grandement aidé la Caisse à investir près de 500 millions de dollars in capital de risque en 1998.

La prise de risques aux États-Unis

Le marché américain du capital de risque est certainement le plus gros et le plus évolué au monde et il a permis une grande partie de la croissance dans les secteurs du matériel informatique et des logiciels, des produits reliés à Internet, des sciences de la vie, et dans les autres secteurs de haute technologie qui ont vu le jour dans ce pays depuis trois décennies. La société Kleiner, Perkins, Caufield and Byers (KPCB), établie dans la « Silicon Valley », est l'une des quelque 370 institutions de capital de risque et 600 sociétés en commandite et consortiums qui exercent leurs activités sur un marché représentant des capitaux gérés de plus de 46 milliards de dollars en 1998.

Un appui suffisant de KPCB et d'autres institutions est tenu pour acquis dans un marché où les caisses de retraite ont toujours été le principal bailleur de fonds. Ces dernières années, elles ont apporté tous les ans environ 50 p. 100 des nouveaux engagements en capitaux sur les marchés du financement par actions des sociétés fermées, dont du capital de risque. Bien que les caisses du secteur privé aient tendance à affecter proportionnellement plus d'avoirs par régime, ce sont les régimes du secteur public, comme le CalPERS et l'Utah State Retirement Systems, qui, collectivement, constituent les plus gros bailleurs de fonds.

- ✓ DIRECTE : En 1997, le Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario a établi un partenariat novateur avec Celtic House International, une filiale d'investissement en capital de risque de Newbridge Networks Corporation. Dans le cadre de cet engagement de 100 millions de dollars au capital de risque, les enseignants de l'Ontario investissent, de concert avec Celtic House, dans plusieurs projets d'essaimage en technologie de l'information du portefeuille de Celtic House. Les entreprises qui obtiennent des capitaux profitent grandement de l'appui au développement et des ressources fournies par Newbridge.

- ✓ INDIRECTE : Au fil de son histoire, Ventures West Management a créé plusieurs sociétés en commandite simple dans lesquelles près de 100 caisses de retraite ont investi, notamment l'OCIO de la Colombie-Britannique, à partir de 1993. En 1997, d'autres caisses du secteur public s'étaient unies avec l'OCIO pour créer une caisse commune disposant d'un capital de 56 millions de dollars et investir dans les jeunes PME du secteur de la haute technologie. Ventures West a permis à des entreprises canadiennes devenues renommées, comme Ballard Power Systems, de progresser de la phase du démarrage jusqu'à l'appel public à l'épargne.

- ✓ INDIRECTE : Un autre groupe toujours efficace dans la mise en commun des actifs des caisses de retraite depuis les années 80 est l'équipe de gestion qui administre actuellement Miralta Capital Structure d'entreprise au sein de laquelle les caisses agissent comme des actionnaires (contrairement à ce qui se produit dans une société en commandite simple), Miralta a été fondée en 1992. De concert avec Almasa Capital, sa société affiliée, cette société de capital de risque investit dans des secteurs comme les communications, l'informatique, l'électronique, l'automatisation industrielle et la fabrication spécialisée.

La perspective locale

Le capital de risque fait désormais partie intégrante du développement économique, de la diversification et de la création d'emplois au niveau local et régional au Canada. Mais le capital de risque n'est pas toujours facile à trouver au niveau local. D'ailleurs, avant le milieu des années 90, à peine deux institutions d'investissement en capital de risque sur dix se trouvaient dans des sous-marchés hors du centre du Canada.

La différence chez les Australiens

Tout comme le Canada, l'Australie se caractérise par des marchés du financement par actions de sociétés fermées qui ont parfois connu des ratés considérables avant de procurer un rendement constant aux investisseurs et à l'économie. À la fin de 1997 toutefois, le marché du capital de risque en plein essor représentait plus de 1,6 milliard de dollars, la plus gande partie de ce montant étant investi dans des projets d'expansion des industries de haute technologie et de la fabrication ainsi que dans d'autres industries axées sur l'exportation. Une grande partie de ces investissements relativement nouveaux a aussi atteint la Nouvelle-Zélande.

Les caisses de retraite sont le moteur de cette expansion. Ayant dépassé 72 p. 100 des nouveaux engagements en capital de risque en 1997, la part des caisses de retraite dans l'offre cumulative se situe à 62 p. 100. La moitié de ces montants sont généralement investis par des caisses de retraite sectorielles en fiducie paritaire (à 3-5 p. 100 des actifs par caisse), un ajout récent au régime des caisses d'employeur. Un véhicule clé de cette participation a été le Development Australia Fund. Les caisses du secteur public constituent la deuxième source de financement en importance.

Lorsque les caisses de retraite participent, elles contribuent parfois à réorienter les mouvements et les injections de capital de risque vers les régions et à l'intérieur des régions. Ainsi, avec 37 p. 100 des nouveaux engagements en capital, les caisses du secteur public ont été la principale source de ce financement en Colombie-Britannique en 1997, sous les auspices de l'OCIO. En plus d'apporter environ le quart des nouveaux capitaux sur le sous-marché du Québec cette année-là, la Caisse de dépôt a pris des mesures pour trouver des possibilités d'investir du capital de risque dans un plus grand nombre de collectivités urbaines et rurales du Québec, par l'entremise de sa plus jeune filiale, Accès Capital.

L'évolution au Canada

Un indicateur de la maturité croissante des placements canadiens en capital de risque est la prolifération de nouvelles sociétés d'investissement ou de caisses communes spécialisées, dont un grand nombre sont appuyées par des caisses de retraite. Un bon exemple est le Western Technology Seed Investment Fund, d'une valeur de 25 millions de dollars, créé par Ventures West et divers partenaires en 1997. En plus de son financement initial qui varie de 100 000 $ à 500 000 $, cette caisse commune offre des ressources de gestion pour ajouter de la valeur comme les « créateurs d'entreprises » ou des entrepreneurs qualifiés qui aident à bâtir une entreprise autour d'une idée de produit ayant germé dans les universités et les centres de recherche de l'Ouest canadien. L'objectif consiste à faire démarrer des entreprises de haute technologie prêtes à prendre de l'expansion.

Les caisses de retraite du secteur public liées à l'OCIO en Colombie-Britannique ont contribué au capital mis à la disposition de cette initiative. En 1997 également, la Caisse de dépôt a créé deux sociétés de financement de projets de pré-démarrage dotées d'un fonds de 30 millions de dollars – T2C2/Bio et T2C2/Info en vue de la commercialisation de l'innovation dans les secteurs des sciences de la vie (T2C2/Bio) et des technologies de l'information (T2C2/Info). Les sociétés d'investissement de l'Ouest canadien et du Québec ont lancé plusieurs projets de pré-démarrage en 1997-1998.

Aux États-Unis, les caisses de retraite sont à l'avant-garde des marchés du capital de risque, à l'échelle nationale et locale. Une étude réalisée en 1995 pour la Small Business Administration (McNeill and Fullenbaum) au niveau fédéral a révélé que les programmes d'investissement ciblés économiquement parrainés par les caisses contribuaient à répandre le capital de risque au-delà des grands États. Le programme de la Public Employees Retirement Association of Colorado a été donné en exemple de mécanisme facilitant les nouveaux investissements des 21 États sur 29. De plus, l'incidence de ces programmes est la plus forte dans les petits États et dans les États désavantagés où les caisses du secteur public se sont révélées constituer un moteur de croissance.

En conclusion

Le marché institutionnel canadien du capital de risque a montré des signes de maturité, tant du point de vue de la demande que de celui de l'offre, dans les années 90, malgré les problèmes hérités de la décennie précédente. À l'heure actuelle, les caisses de retraite jouent un rôle mineur dans cette évolution, tout au moins ailleurs qu'en Colombie-Britannique et au Québec et comparativement à certains autres pays (p. ex. l'Australie et les États-Unis). Une conséquence malheureuse est que les sources sont moins équilibrées et moins diversifiées qu'elles pourraient l'être.

L'année 1997 pourrait marquer un point tournant, car les placements en capital de risque des grosses caisses sont plus variés (projets de pré-démarrage, démarrages, premières étapes de développement) que durant la période plus conservatrice des années 80. Vu que les caisses sont axées sur le long terme, leurs fiduciaires pourraient devenir de plus en plus aptes à influencer les tendances pour qu'elles répondent aux besoins des caisses – notamment par rapport aux sociétés en commandite simple, qui restent le principal mécanisme de participation sur le marché, et par rapport au développement de l'infrastructure du marché complémentaire.

Par ailleurs, les caisses de retraite à l'origine de l'expansion récente de la participation sur ce marché sont peu nombreuses, de grande taille et principalement des régimes du secteur public. De nombreuses autres sont des nouvelles venues sur le marché, ce qui donne une idée de la profondeur de l'insatisfaction des fiduciaires dont les caisses (de toutes tailles) du secteur privé et du secteur public ont abandonné pour toujours le marché du capital de risque après leur expérience des années 80. Cette situation ne changera probablement pas dans l'immédiat, à moins que certains obstacles, comme ceux qui ont été soulevés dans l'enquête effectuée en 1998 par le CCMTP et l'ACGFR, ne soient pas réglés pour de bon. Cette question est examinée en profondeur au chapitre **8. Les obstacles aux placements des**

caisses de retraite dans une nouvelle économie.

L'actif des caisses de retraite au service de la base

L'objectif de la Caisse de dépôt d'effectuer des placements rentables pour répondre aux besoins économiques locaux est démontré par le fait que 80 p. 100 de tout l'actif est investi au Québec. En 1996, la Caisse a accentué cet effort en créant un nouveau mécanisme de développement économique local – le réseau des sociétés d'investissement d'Accès Capital. À l'heure actuelle, ces sociétés se trouvent dans douze régions de la province et disposent d'un capital de 100 millions de dollars. Dans sa brève histoire, dix-sept investissements ont été effectués et ils représentent un portefeuille global de 13 millions de dollars.

Accès Capital joue de multiples fonctions. Les sociétés d'investissement régionales reçoivent et évaluent les plans d'affaires locaux et offrent du financement pouvant varier entre 50 000 $ et 750 000 $, la plupart du temps sous forme de prêts à terme. La plupart des emprunteurs sont des PME établies dans les secteurs traditionnels de la fabrication et des services, mais les jeunes entreprises peuvent aussi obtenir du capital de risque. Dans les grands projets (jusqu'à 1 million de dollars), les sociétés d'investissement co-investissent avec une autre filiale de la Caisse, Capital CDPQ. Accès Capital sert aussi de lien entre les collectivités québécoises et les produits et services nationaux et internationaux de la Caisse.

5. Les caisses de retraite et le marché intermédiaire

Malgré son importance pour l'économie nationale et l'emploi, le marché intermédiaire du Canada – le cadre financier des services de banques d'affaires ou services bancaires d'investissement – n'est pas très exploité. C'est malheureux, car un gros volume de ressources financières s'est dirigé récemment vers ce marché afin de répondre à la demande de moyennes et grosses entreprises dans les industries traditionnelles comme la fabrication, le commerce de détail et les services. En outre, les caisses de retraite ont joué un rôle crucial dans l'émergence de l'investissement sur le marché intermédiaire.

Malgré leur maturité, qui leur donne certains avantages par rapport à d'autres PME, les entreprises du marché intermédiaire doivent encore surmonter de grands obstacles pour obtenir du financement. Ces obstacles sont liés aux multiples besoins et profils de développement des moyennes entreprises traditionnelles dans la conjoncture actuelle de transformation économique. Les opérations sur le marché intermédiaire ont été qualifiées de « faiseurs d'événement » parce qu'elles répondent à des demandes bien particulières. Voici quelques exemples :

- ✓ Les sociétés fermées qui veulent prendre de l'expansion ou effectuer de nouveaux investissements sans s'ouvrir au public.
- ✓ Les sociétés fermées bien établies qui souhaitent lancer un premier appel public à l'épargne.
- ✓ Les entreprises qui souhaitent en acquérir une autre ou fusionner avec une autre.
- ✓ Les entreprises qui souhaitent apporter des changements à leur structure de propriété ou à leur direction (p. ex. acquisitions).
- ✓ Les entreprises qui se restructurent ou qui éprouvent de grandes difficultés financières (p. ex. sauvetages).
- ✓ Les entreprises cotées à la Bourse qui sont « orphelines » ou qui se lancent dans des entreprises complexes ou très risquées.
- ✓ D'autres « événements » comme les dessaisissements, les expansions sectorielles et les refinancements.

Les conséquences économiques de la réussite ou de l'échec sur le marché intermédiaire sont importantes. En raison des pressions concurrentielles exercées sur les industries traditionnelles dans une économie planétaire, de « bons » emplois peuvent être perdus lorsque des restructurations ou des redressements ne sont pas financés correctement. Chez nos voisins du Sud, une étude effectuée par l'Economic Policy Institute (1996) a révélé que de grands

fabricants bien établis ainsi que de petits fabricants en ascension sont souvent pris dans cet engrenage. La relève dans les entreprises familiales est un autre défi, étant donné le très grand nombre d'entreprises familiales fondées après la guerre et qui doivent maintenant être transférées des fondateurs vieillissants à la génération suivante.

Les prêts des caisses de retraite

Les prêts aux PME ont été peu importants par le passé dans les placements à revenu fixe des caisses de retraite, mais la situation pourrait bien être en train de changer. Aux États-Unis, la Banque de réserve fédérale a soutenu que les caisses de retraite sont bien placées pour améliorer l'offre de financement privé par emprunt (c.-à-d. supérieur à 10 millions US$) aux emprunteurs du marché intermédiaire. Certains, comme le State of Wisconsin Investment Board (SWIB), se sont spécialisés pendant des années dans divers mécanismes de financement par emprunt, notamment le programme de 300 millions de dollars du SWIB permettant d'effectuer des prêts intermédiaires et à long terme directement aux fabricants, détaillants et prestataires de services locaux.

Le SWIB et d'autres fonds de pension d'État font aussi appel aux achats de certificats de dépôt pour capitaliser les petits prêts consentis aux PME par les institutions de prêt locales. Pour donner un autre exemple, le Teacher Retirement System of Texas et d'autres caisses du secteur public appuient deux caisses communes gérées par le Texas Growth Fund (TGF) et chargées d'investir dans de moyennes entreprises œuvrant principalement dans les industries manufacturières traditionnelles. La plupart des projets du portefeuille de 1998 du TGF ont été réalisés à l'aide de prêts participatifs.

Les prises de contrôle financées par l'emprunt sont aussi devenues plus fréquentes dans les banques d'affaires nord-américaines, encore que, selon le projet en question, les effets peuvent être inégaux. En outre, on a soulevé aux États-Unis la crainte que l'intensité récente des investissements de cette nature ne puisse déformer ou gaspiller les ressources en capital.

Les moyens financiers du marché intermédiaire ne sont pas moins hétérogènes que les situations auxquelles il s'adresse, encore que les moyennes entreprises canadiennes ne connaissent généralement pas les substituts sur le marché privé au lieu de s'ouvrir au public. De nombreux placements à long terme s'effectuent par l'entremise de structures à nombreux paliers, qui comportent des titres de créance ou de titres participatifs plus ou moins risqués. En moyenne, la taille des opérations varie de 5 à 50 millions de dollars ou plus. Tout comme le marché du capital de risque, les gestionnaires spécialisés et les autres conseillers-agents sont essentiels à la réussite des opérations.

Les prêts intermédiaires et à long terme, le financement-relais (ou les prêts participatifs) et le capital privé autre que le capital de risque (au-dessus de 7-10 millions de dollars) constituent la base des placements sur le marché intermédiaire, encore que des lacunes aient été observées périodiquement dans ces catégories. Ainsi, le financement-relais a été insuffisant récemment par rapport à la demande au Canada. Macdonald & Associates a observé pour 2,5 milliards de dollars de financement par actions dans d'autres secteurs que le capital de risque en 1997.

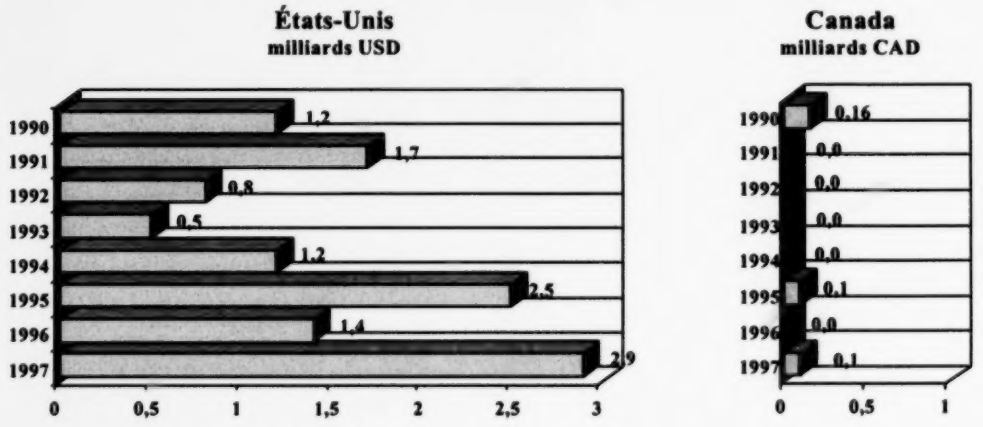
Les caisses de retraite et le marché intermédiaire

Les caisses de retraite ont joué un rôle crucial sur le marché intermédiaire canadien, à mesure que ce dernier s'est élargi et approfondi depuis les années 80. De nos jours, certaines des opérations des banques d'affaires les plus importantes sont celles de la Caisse de dépôt, du RREMO et du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario, tandis que le RPHO et les régimes liés à l'IMD de l'Alberta Treasury et à l'OCIO de la Colombie-Britannique sont les principaux bailleurs de fonds.

À partir de données fournies par Macdonald & Associates et par diverses caisses, le CCMTP évalue les placements actuels des caisses de retraite canadiennes sur le marché intermédiaire du financement privé par emprunt ou par actions à au moins 4-5 milliards de dollars en 1998. La taille actuelle de ce marché étant inconnue, il est

impossible de déterminer quelle proportion

Figure 5
Offre estimée de capitaux pour les caisses communes de financement-relais, Comparaison entre le Canada et les États-Unis, 1990-1997



Source : Macdonald & Associates et *Private Equity Analyst*, 1998. Le CCMTP remercie CCFL.

représente ce montant.

En ce qui concerne les marchés financiers privés, le marché intermédiaire est assez propice aux investissements des caisses de retraite, puisqu'il est possible d'y obtenir un bon rendement rajusté en fonction des risques à l'aide de quelques placements de montants élevés dans des entreprises dont la rentabilité a été démontrée. Ces facteurs peuvent inciter certaines caisses de retraite à investir dans la tranche supérieure du marché (p. ex au-dessus de 50 millions de dollars).

Les caisses de retraite peuvent participer directement ou indirectement. Dans le premier cas, il s'agit surtout de co-investissements unissant les programmes des grosses caisses gérées à l'interne à d'autres banques d'affaires et dans des projets particuliers. Étant donné la taille relativement petite du marché intermédiaire du Canada, la syndication pour chaque placement est efficace, surtout lorsque l'envergure de l'opération est grande. Comparativement aux États-Unis, on a moins recours aux placements en gestion commune externe, comme les sociétés en commandite simple, encore que ceux qui existent jouent un rôle vital sur le marché.

Exemples de participation des caisses de retraite

- ✓ DIRECTE : Le programme Merchant Banking and Private Placement de plus de 800 millions de dollars du RREMO est l'un des plus anciens parmi les caisses de retraite. Créé en 1981, son mandat consiste à investir dans divers projets fondamentaux ponctuels, d'une valeur de 10 à 50 millions de dollars et principalement dans des entreprises canadiennes qui reflètent la composition sectorielle classique du marché. Les spécialistes internes investissent dans des titres peu risqués et des prêts à terme.

- ✓ DIRECTE : Le Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario a pris une grande expansion sur le marché intermédiaire après la création de son Merchant Banking Group en 1991. Avec un portefeuille de 1,7 milliard de dollars en 1998, les enseignants de l'Ontario préfèrent des opérations de 50 millions de dollars ou plus, mais ont aussi visé celles d'environ 25 millions de dollars. La plupart des transactions portaient sur des rachats d'entreprises par la direction, financées par des titres peu risqués et dans des secteurs

traditionnels, dont les deux tiers au Canada.

Caisse de dépôt : Modalités

Sur une période de 30 ans, la Caisse de dépôt et placement a mis au point une stratégie à long terme exhaustive pour faciliter les PME qui créent de l'emploi au Québec. La plus grande partie des quelque 3-4 milliards de dollars consacrés à cet effort sont déployés dans des filiales internes du Groupe Participations Caisse, qui peuvent accompagner financièrement les PME à toutes les étapes de leur croissance ainsi que sur divers marchés et créneaux financiers. Ces filiales comprennent notamment Capital Communications CDPQ et Sofinov qui s'adressent plus spécialement aux entreprises des industries du savoir et de la haute technologie et facilitent l'entrée de PME sur les marchés mondiaux.

La Caisse effectue des recherches et donne des conseils techniques pour prévoir les tendances économiques au Québec et combler de manière novatrice les lacunes de financement pertinentes. Cet accent sur le capital « intelligent » comprend de nouvelles méthodes pour accroître l'entrepreneurship. Ainsi, de nombreux projets de démarrage et de premier stade d'évolution appuyés par les filiales de la Caisse passent d'abord par des centres de développement des affaires indépendants ou des incubateurs. La Caisse valorise donc son investissement, ce qui s'est avéré efficace dans le parrainage de plusieurs étapes du développement d'entreprises québécoises de pointe comme Télésystème Mobiles International.

- ✓ INDIRECTE : Penfund Management est née au milieu des années 70 par la création d'un consortium appartenant à des caisses publiques et privées. Cette caisse commune (ainsi que le co-investissement ultérieur des caisses de retraite participantes) capitalise tous les placements en fonction de la demande des fabricants de taille moyenne au centre et dans l'ouest du Canada. Penfund finance actuellement de 100 à 120 projets qui forment un portefeuille de 700 millions de dollars constitué principalement de prêts à terme.
- ✓ INDIRECTE : Depuis 1979, la société Canadian Corporate Funding Limited (CCFL) est elle aussi présente sur le marché intermédiaire, le plus souvent grâce à des garanties de caisses de retraite. Elle offre actuellement des prêts à terme et des prêts participatifs à de moyennes entreprises qui se lancent dans des fusions, des acquisitions, des expansions, des rachats et d'autres activités d'une valeur pouvant aller jusqu'à 50 millions de dollars. Depuis sa fondation, CCFL a permis d'investir 900 millions de dollars dans des titres de sociétés fermées de toutes les régions du Canada.
- ✓ INDIRECTE : Plusieurs caisses de retraite du secteur public sont actuellement partenaires dans des consortiums de McKenna Gale Capital, un gestionnaire spécialisé de financement-relais et de placement peu risqué dans diverses opérations du marché intermédiaire, comme des expansions, des fusions et des acquisitions. La taille des projets d'investissement de McKenna Gales varie et inclut des projets de moins de 50 millions de dollars dans des moyennes entreprises de toutes les régions du pays.

La perspective locale

Contrairement à ce qui se passe sur le marché national du capital de risque, les banques d'affaires peuvent prendre des engagements internationaux considérables. Vu la proportion grandissante des exportations mondiales dans les nouvelles PME et les PME en développement (Organisation de coopération et de développement économiques, 1997), ces engagements peuvent profiter aux entrepreneurs canadiens qui cherchent à s'internationaliser et ils ont été reconnus explicitement dans la stratégie de placement de la Caisse de dépôt.

Cela dit, la plupart des placements des caisses de retraite ont tendance à appuyer les moyennes et grandes entreprises sur les marchés intermédiaires nationaux et provinciaux. C'est important, car une grande partie du développement économique local et régional au Canada est enraciné dans les

opérations des industries traditionnelles de fabrication et d'extraction des ressources. Les caisses de retraite du secteur public, telles que celles liées à l'OCIO en Colombie-Britannique et à la Caisse de dépôt, ont été particulièrement actives dans les placements privés qui stimulent les sous-marchés provinciaux. L'OCIO participe à des consortiums externes, tandis que la Caisse de dépôt a créé une filiale interne – Capital d'Amérique CDPQ – à cette fin. De même, la New Brunswick Investment Management Corporation vise des projets dans des entreprises traditionnelles du Nouveau-Brunswick.

Aux États-Unis, il existe des programmes d'investissements ciblés économiquement parrainés par les caisses de retraite et qui ont un mandat sur les sous-marchés intermédiaires. En 1995, l'Union Labor Life Insurance Company a lancé un fonds de capital privé de 100 millions de dollars, afin d'accorder des prêts, du financement par actions et du financement-relais aux entreprises établies qui contribuent, dans la mesure du possible, à l'emploi des travailleurs syndiqués, à l'échelle nationale et locale.

En conclusion

Dans le système financier canadien, le marché intermédiaire occupe une position cruciale entre les prêts à terme aux PME et le capital de risque, d'une part, et les Bourses, d'autre part. Bien que plus petit et moins développé, le marché intermédiaire du Canada semble suivre une trajectoire semblable à celle du marché américain. Parce que les investissements sont peu nombreux, leur tendance sur le marché canadien dépend de quelques investisseurs institutionnels dominants, dont des caisses de retraite de plus en plus influentes. Tout comme sur le marché du capital de risque, les caisses participantes sont surtout de grosses caisses et des caisses du secteur public.

Il y a probablement encore de la place pour une participation accrue et diversifiée des caisses de retraite, surtout par l'entremise de sociétés en commandite simple, et favorisant des créneaux particuliers (p. ex. le financement-relais) et d'autres placements de faible envergure (c.-à-d. moins de 50 millions de dollars). Avec le temps, les caisses de retraite accroîtront probablement encore plus leur rôle déjà important de bailleurs de fonds peu risqués et accorderont peut-être plus d'attention aux prêts intermédiaires et à long terme. C'est cette direction que leurs homologues américains ont prise.

En raison de l'absence d'études confirmant la nature et la portée du marché intermédiaire canadien, il est difficile de savoir comment les tendances du financement privé par emprunt et par actions facilitent les besoins des clients de taille moyenne et des gros clients au pays. On ne sait pas trop non plus quelles sont les répercussions de cette activité sur la croissance économique et l'emploi. Les questions visant à déterminer comment les caisses de retraite peuvent contribuer à relever les défis du marché à l'avenir restent aussi sans réponse. Ce sujet est abordé au chapitre **8. Les obstacles aux placements des caisses de retraite dans une nouvelle économie**.

6. Les caisses de retraite et le marché boursier

Les Bourses canadiennes ont subi des transformations spectaculaires dans les années 90. D'après le cabinet d'études de marché SEI, la capitalisation des quatre grandes Bourses a dépassé 800 milliards de dollars au début de 1998. C'est presque le double par rapport au début de la décennie. La composition des investisseurs s'est aussi modifiée. La Bourse de Toronto (TSE) a signalé que, entre le milieu des années 80 et le milieu des années 90, les caisses de retraite ont remplacé les particuliers comme principal groupe d'investisseurs et d'actionnaires au Canada. On estime que l'actif net des caisses de retraite à la Bourse de Toronto est monté à 40 p. 100 en 1996.

Il y a eu également une évolution dans l'achat et la vente des titres cotés. Un fait nouveau est l'attention accrue accordée aux actions de sociétés ouvertes en fonction de la capitalisation boursière. En règle générale, les titres de sociétés à grande capitalisation, qu'on appelle aussi les valeurs sûres, se situent au-dessus de 1-2 milliards de dollars, tandis que les titres de sociétés à petite capitalisation se situent au-dessous de 1 milliard de dollars.

La sélection des actions selon des critères moraux

En 1997, l'American Social Investment Forum signalait que des investissements de plus de 500 milliards de dollars à la Bourse étaient assujettis à des critères « moraux » pour exclure certains types de placements. Tout comme pour les quelque 2milliards de dollars investis au Canada dans des fonds communs de placement de ce genre, ces critères peuvent aller des activités réprouvées jusqu'à la protection de l'environnement, l'égalité des sexes et les droits de la personne, par exemple. Un nombre grandissant de caisses de retraite américaines ont semble-t-il adopté récemment des critères de placement officiels et non officiels afin d'exclure les actions des fabricants de cigarettes.

Les caisses de retraite canadiennes se sont aussi intéressées à cette pratique. Ainsi, l'United Church of Canada Pension Fund modernise actuellement ses lignes directrices à long terme relatives aux droits de la personne dans le monde et au développement durable. En 1992, le RPHO a instauré quatre normes pour sa politique de placement – le comportement moral, les bonnes relations de travail, l'écologie, et un bilan positif en matière de droits de la personne. L'enquête menée en 1998 par le SEEFPO auprès des fiduciaires du mouvement syndical a révélé que les organes fiduciaires discutent de plus en plus de ces préoccupations sociales.

L'un des indices canadiens de petite capitalisation utilisés le plus souvent – celui de Nesbitt Burns – a estimé récemment le marché de la petite capitalisation à 65-700 millions de dollars. En 1997, ce montant représentait une capitalisation globale de 94 milliards de dollars, comparativement aux 651 milliards de dollars des grandes sociétés figurant au TSE 300.

Les études ont eu tendance à confirmer les résultats supérieurs à long terme des titres de sociétés à petite capitalisation sur œux des sociétés à grande capitalisation. Ce phénomène s'explique par les caractéristiques commerciales fondamentales du premier groupe, notamment la petite taille, la jeunesse et la propension à la croissance. D'ailleurs, de nombreuses sociétés à petite capitalisation sont des PME émergentes des industries du savoir et de la haute technologie. Parce que les émissions d'actions de ces sociétés sont peu documentées et à bas pris, des rendements élevés sont possibles, surtout lorsqu'on fait appel à des spécialistes en placement pour trouver de bons placements éventuels et investir avec patience. Il y a cependant des coûts et des risques supérieurs à la moyenne sur ce créneau relativement peu liquide du marché.

L'investissement dans les titres de sociétés à petite capitalisation se situe aussi dans un contexte économique. Lorsque les PME en croissance rapide quittent les marchés financiers privés pour lancer leur premier appel public à l'épargne, elles peuvent continuer de progresser comme sociétés à petite capitalisation. Par leurs émissions de titres acclimatés, certaines suivront une tendance ascendante vers une capitalisation accrue et, dans certains cas, leurs titres deviendront des valeurs sûres.

Il n'est peut-être pas étonnant de constater que certaines des sociétés à petite capitalisation qui ont le mieux réussi récemment, comme COM DEV International et Hummingbird Communications, sont passées par la voie du marché du capital de risque. Mais cette croissance n'a pas encore modifié la composition sectorielle des sociétés à grande capitalisation, qui continuent de pencher vers les secteurs traditionnels de la fabrication, des ressources et des services. Les actions des sociétés de haute technologie représentaient moins de 10 p. 100 du TSE 300 en 1998. Aux États-Unis, par contre, près du cinquième des sociétés cotées à la Bourse sont des sociétés de haute technologie.

L'activisme des actionnaires américains

L'activisme des caisses de retraite actionnaires aux États-Unis a commencé à se

développer dans les années 80, lorsque les caisses du secteur public et les fonds Taft-Hartley ont adopté des résolutions contre les prises de contrôle. Cette question reste importante parmi les autres questions actuelles relatives à la régie d'entreprise, comme les élections des administrateurs, les pouvoirs et la rémunération des dirigeants, les opérations de contrôle, les réorganisations et diverses préoccupations sociales. Un indicateur de cet activisme a été la croissance phénoménale du nombre de propositions d'actionnaires (820 en 1997), dont un grand nombre présentées par des caisses de retraite.

Le plus gros régime de pension américain, CalPERS, a été un grand acteur dans ce domaine, en provoquant des modifications aux relations au sein des conseils d'administration, de sorte que les négociations privées sur les préoccupations des actionnaires, inexistantes par le passé, sont désormais devenues monnaie courante. Une étude (Wilshire Associates, 1995) a démontré que cette démarche, ainsi que l'intervention remarquée et continue de la caisse de retraite dans les entreprises dont le rendement laisse à désirer, accroît nettement le rendement. En 1994, CalPERS a ajouté les pratiques en milieu de travail à ses critères de régie interne, soulignant les indications selon lesquelles la productivité augmente grâce à la coopération, à des relations de travail positives et à la formation.

Les caisses de retraite et les titres de sociétés à petite capitalisation

La plupart des investisseurs – y compris les caisses de retraite – préfèrent, et cela se comprend, les actions de sociétés à grande capitalisation, bien documentées et à prix élevé dans des chefs de file de l'économie nationale. Ces dernières années, la popularité des titres de sociétés à petite capitalisation a augmenté, à la faveur du rendement cyclique supérieur de ces titres. Parce qu'ils se sont réorientés récemment vers les actions de sociétés ouvertes, de nombreuses caisses de retraite des secteurs privé et public de toutes tailles ont voulu investir dans les sociétés à petite capitalisation, bien que cette tendance soit difficile à mesurer, en l'absence de données.

L'un des plus importants mégaconseiller des fiduciaires de caisses de retraite canadiennes estime qu'environ 80 p. 100 de ses clients ont investi dans des sociétés à petite capitalisation, ces placements représentant en moyenne 5p. 100 de l'actif total. Les études menées par le CCMTP ont révélé que les placements des grandes caisses de retraite varient beaucoup, mais sont souvent inférieurs à ce niveau. En 1997-1998, l'ACGFR a commencé à collecter auprès de ses membres des données sur leurs portefeuilles de titres de sociétés à petite capitalisation. Bien que les données soient encore inédites, ces recherches pourraient donner un instantané qui confirmerait que des milliards de dollars d'avoirs de caisses de retraite s'en vont dans cette direction.

Les recherches du CCMTP ont aussi révélé que l'investissement des caisses de retraite dans les sociétés à petite capitalisation pourrait jouer un rôle vital avec le temps. En raison de la lente rotation des portefeuilles, les caisses de retraite font preuve d'une patience relativement grande sur les marchés boursiers, ce qui constitue un facteur important lorsque les sociétés à petite capitalisation dépourvues de liquidités approchent de la fin d'un cycle ou se révèlent instables.

De nombreuses caisses de retraite sont aussi déterminées à améliorer la valeur des actions en s'intéressant à la régie d'entreprise. Une relation étroite et consultative entre l'investisseur et l'entreprise dans laquelle il investit peut contribuer à des stratégies de croissance efficaces, en particulier lorsque les préoccupations des fiduciaires en matière de régie interne sont exprimées clairement. Aux États-Unis, un suivi des propositions des actionnaires révèle une incidence importante de questions de régie se rapportant à des sociétés à petite capitalisation figurant à l'indice 2000 de Russell. Un grand nombre de ces propositions viennent de caisses de retraite et ont tendance à être axées sur la performance davantage que la moyenne.

La démarche d'une caisse de retraite pour choisir des titres de sociétés à petite capitalisation peut être directe, indirecte ou les deux. La démarche directe comprend des spécialistes en placement internes (dans le cas des grosses caisses de retraite) qui évaluent les problèmes relatifs aux sociétés à petite capitalisation en fonction de la

croissance ou de la valeur. Ces tâches sont également effectuées indirectement par des caisses communes gérées à l'externe ou par des gestionnaires d'actifs équilibrés possédant les compétences nécessaires (pour les caisses de toutes tailles). Sur les marchés boursiers canadiens, ces choix sont bien développés pour les caisses de retraite, encore que des signes démontrent que la croissance de la demande des sociétés à petite capitalisation depuis le début des années 90 n'a pas été satisfaite par un nombre suffisant de gestionnaires spécialisés et de placements en gestion commune.

Les exemples qui suivent illustrent les démarches directes et indirectes au Canada.

Exemples de participation des caisses de retraite

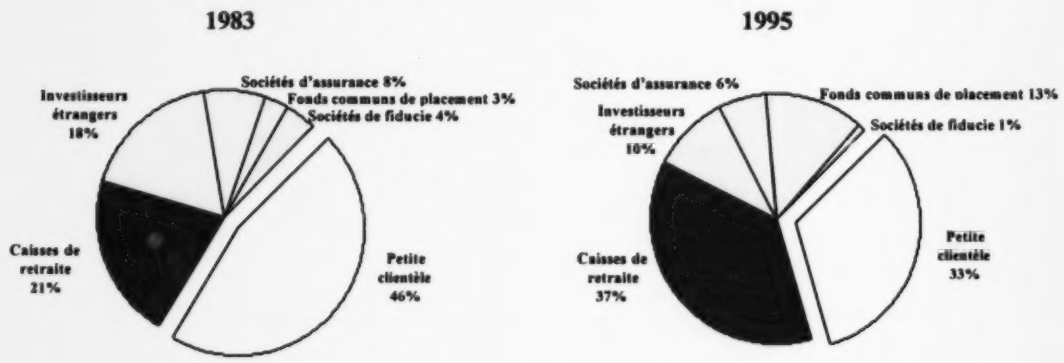
- ✓ DIRECTE : Contrairement à la plupart des caisses de retraite, le RREMO achète des titres de sociétés à petite capitalisation depuis plus de deux décennies et détient actuellement un portefeuille de plus de 800 millions de dollars de ces valeurs. La moitié de ce montant constitue une caisse commune spécialisée, gérée à l'interne et créée dans les années 80, qui achète des actions sélectionnées à partir d'une capitalisation boursière de 50 millions de dollars. Le style de placement est axé sur la valeur et l'on vise des actions sous-évaluées ainsi que celles qui offrent des perspectives de croissance.
- ✓ DIRECTE : Le gestionnaire financier interne BIMCOR dirige également une petite caisse commune spécialisée de titres de sociétés à petite capitalisation pour le groupe de caisses de retraite de Bell Canada. Cette caisse commune, qui représentait environ 200 millions de dollars en 1998, a été créée à la fin des années 80 et applique une stratégie axée sur la valeur qui tient compte également des indicateurs de croissance. La capitalisation boursière maximale pour ce type de placements est de 500 millions de dollars et les titres doivent être cotés à la Bourse de Toronto ou de Montréal.
- ✓ INDIRECTE : Avec un actif de 1,2 milliard de dollars en 1998, Van Berkom and Associates est l'une des plus grosses caisses communes du Canada spécialisées dans les titres de sociétés à petite capitalisation. Depuis 1984, elle a un mandat de placements de croissance et se concentre dans les entreprises en expansion cotées aux Bourses de Toronto et de Montréal dont les revenus varient de 50 à 750 millions de dollars. En ce qui concerne les placements en gestion commune des caisses de retraite, le portefeuille de Van Berkom a compris de nouvelles sociétés qui ont bien réussi comme JDS Fitel.

L'activisme des caisses de retraite à la canadienne

Certains indices donnent à penser que l'activisme des caisses de retraite actionnaires s'est accéléré au Canada depuis qu'il a commencé au milieu des années 80. Des interventions très remarquées, comme celles de la Caisse de dépôt et du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario contre la concentration du pouvoir exécutif dans les deux plus grandes banques en 1997, masquent souvent l'incidence encore plus marquée des consultations et des négociations officielles et non officielles relatives à la régie des sociétés qui s'effectuent en coulisse. De nombreux gestionnaires de caisses de retraite soutiennent que, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, cette approche consensuelle discrète est plus fréquente au Canada.

Depuis 1983, l'ACGFR a élaboré des normes de régie interne pour aider les fiduciaires des caisses de retraite canadiennes dans divers aspects de l'activisme, notamment le vote par procuration. Les critères touchent à quatre domaines — les obligations des administrateurs, notamment en matière de reddition des comptes et d'indépendance; la rémunération des dirigeants; la protection contre les prises de contrôle, fondée sur des procédures informées pour approuver les grands changements au sein de la caisse; et les droits des actionnaires, tels que la défense de la valeur des actions et la protection contre une influence indue.

Figure 6
Actionnariat au Canada,
selon les types d'investisseurs institutionnels, 1983 et 1995



Nota : SEI Inc. a estimé la participation des caisses de retraite en 1996 à 40 % du TSE 300

Source : TSE, 1997

- ✓ INDIRECTE : Bissett and Associates est un autre investisseur de croissance qui met en commun des actifs de caisses de retraite dans deux caisses communes. D'une valeur de plus de 700 millions de dollars, ces caisses communes visent respectivement les émissions d'actions de 70 à 500 millions de dollars et les émissions de moins de 70 millions de dollars. La sélection des titres se concentre sur les entreprises de la plupart des industries et cotées à toutes les Bourses, encore que, du fait que son siège social se trouve à Calgary, Bissett peut accorder plus d'attention aux tendances de la Bourse de l'Alberta.

- ✓ INDIRECTE : L'une des rares caisses communes canadiennes chargées d'investir dans des titres de sociétés à petite capitalisation en appliquant une stratégie axée sur la valeur est Saxon Small Cap, une caisse commune gérée par Howson Tattersall Investment Counsel. Ce dernier a lancé depuis 1985 de nombreuses techniques spécialisées pertinentes pour la stratégie de la valeur. Le fonds Saxon, financé à 50 p. 100 par les caisses de retraite en 1998, vise des sociétés capitalisées à 200 millions de dollars ou moins.

La perspective locale

Une perspective locale pour les achats d'actions de sociétés ouvertes est peut-être moins significative que pour les marchés financiers privés, étant donné que seulement le cinquième des opérations s'effectue ailleurs qu'à la Bourse de Toronto. Mais les cotations et les opérations boursières sont importantes pour les économies de l'Alberta, de la Colombie-Britannique et du Québec – et pour les PME de croissance dans ces économies – et les placements des caisses de retraite ont probablement un rôle à jouer dans les titres des sociétés à petite capitalisation à ce niveau.

C'est évidemment le point de vue de la Caisse de dépôt, car elle effectue la plupart de ses opérations sur titres (67 p. 100 en 1997) à la Bourse de Montréal, afin de renforcer la viabilité de Montréal comme centre financier international. La Caisse appuie aussi le développement de l'infrastructure financière, des compétences et des ressources humaines du Québec, notamment un secteur des fonds communs de placement plus important.

Fait intéressant à souligner, une étude menée en 1997 par l'University of Wisconsin-Milwaukee Center For Economic Development (UWMCED) proposait la création d'un programme d'investissements à vocation économique pour les titres des

sociétés à petite capitalisation du Wisconsin. On soutenait qu'un fonds axé sur un indice des sociétés à petite capitalisation pourrait faciliter le placement de l'actif des caisses de retraite et donc appuyer les PME du Wisconsin.

En conclusion

Les Bourses canadiennes sont plus petites, moins liquides et de structure moins évoluée que les Bourses américaines. Ces caractéristiques impliquent des difficultés importantes quand on veut investir dans des titres de sociétés à petite capitalisation, à bas prix et peu documentées. Ces difficultés sont inquiétantes, car les placements dans les Bourses canadiennes constituent une importante source de financement public pour les jeunes entreprises canadiennes et les sociétés de croissance, surtout les PME qui sortent des marchés financiers privés. Un indicateur de cette difficulté est le fait que les entreprises du savoir et de haute technologie sont très bien représentées parmi les sociétés à petite capitalisation mais ne figurent pas encore au TSE 300.

Des données non scientifiques semblent indiquer que les participations des caisses de retraite dans les sociétés à petite capitalisation sont limitées, en partie à cause de la pénurie de gestionnaires spécialisés chevronnés et d'une organisation du marché insuffisante pour faciliter les placements par voie interne et externe. Les études menées par le CCMTP ont révélé qu'une certaine demande non satisfaite dans les années 90 en a probablement découlé. En outre, certains fiduciaires peuvent avoir des idées préconçues sur les coûts et les risques des opérations relatives aux titres des sociétés à petite capitalisation et sur la façon de les contrôler efficacement. C'est malheureux, car ce secteur de l'activité boursière peut probablement profiter de la vision à long terme des caisses de retraite et de l'intérêt stratégique d'un nombre grandissant de questions relatives à la régie interne et à la performance.

Pour mieux comprendre le rôle qu'exercent les placements des caisses de retraite dans les sociétés à petite capitalisation, il faudra attendre des données plus nombreuses et mieux agrégées que celles qui sont rendues publiques actuellement. L'enquête récente de l'ACGFR ou d'autres études du marché pourraient contribuer à corriger la situation.

Les nouveaux activistes

Les années 90 ont été marquées par l'accroissement de l'intérêt des syndicats pour l'activisme des caisses de retraite actionnaires, qui exerce une influence positive sur la régie d'entreprise. Au Royaume-Uni, le Trade Union Congress (TUC) a adopté des lignes directrices à l'intention des fiduciaires concernant l'exercice du droit de vote sur divers aspects de la régie interne, notamment la conduite responsable et indépendante des conseils d'administration, la rémunération des dirigeants, ainsi que les décisions relatives aux fusions et aux prises de contrôle. Il existe aussi pour les sociétés britanniques établies au pays et à l'étranger un registre de l'emploi tenu en fonction des normes en matière d'équité et de productivité.

L'American Federation of Labor-Congress of Industrial Organizations a instauré des lignes directrices semblables, qui ont été appuyées par les caisses de retraite Taft-Hartley au moyen de résolutions des actionnaires sur des questions comme la rémunération des dirigeants et les mesures contre les prises de contrôle. Le nouveau Center for Working Capital a aussi été créé pour accélérer ce processus. Des syndicats américains et canadiens se sont unis à des groupes religieux, par exemple, pour appuyer les votes reflétant une responsabilité sociale lors des assemblées des actionnaires, encore que seules les caisses de retraite américaines ont participé à ces initiatives.

7. Les caisses de retraite et le marché immobilier

Le marché (ou les marchés) immobilier comprend surtout les achats, par des investisseurs, de terrains ou d'immeubles et leur aménagement. L'aménagement ou le réaménagement désigne le financement et la réalisation de projets de construction de nouveaux immeubles ou de rénovation d'immeubles existants (améliorations, rénovations, expansions). Il peut s'agir d'immeubles résidentiels (c.-à-d. logements occupés par le propriétaire ou immeubles

locatifs) ou non résidentiels (immeubles commerciaux ou industriels).

L'investissement canadien et international dans l'immobilier a connu des revirements cycliques et structurels spectaculaires ces dernières années, surtout après l'expansion et l'effondrement du marché dans les années 80. Ces réorientations ont grandement modifié l'offre et la demande. Les nombreux facteurs qui influent actuellement sur l'évolution à long terme comprennent notamment l'incidence du changement technologique sur les immeubles commerciaux et la présence réduite des gouvernements dans la construction de logements.

Au Canada, la restructuration survenue dans les années 90 a provoqué une contraction des marchés, une réduction du nombre de sociétés immobilières et la baisse de la participation des investisseurs, dont les caisses de retraite. Il va sans dire qu'une grande partie de la construction résidentielle et non résidentielle a aussi été négligée.

L'investissement dans l'immobilier est fondamentalement une activité des marchés financiers privés et présente donc un grand nombre des caractéristiques des marchés qui servent les PME fermées. Hamilton et Heinkel décrivent en détail ces caractéristiques dans leur étude intitulée *The Role of Real Estate in a Pension Portfolio* (1994), ainsi que les obstacles pour les caisses de retraite. Les obstacles les plus évidents comprennent :

- ✓ la mobilité des actifs, ce qui signifie que l'immobilier, comme les terrains et les immeubles, se situe dans des contextes locaux très particuliers;
- ✓ une longue durée de vie ou la tendance des immeubles à durer longtemps, à condition d'y apporter des modifications ou des rénovations;
- ✓ le lent roulement des propriétaires immobiliers (en moyenne dix ans), ce qui dénote des placements peu liquides;
- ✓ des coûts en immobilisations élevés, en raison de la grande envergure des projets immobiliers, qui sont influencés par les facteurs locaux;
- ✓ la longue durée des grands projets d'aménagement et de réaménagement.

Les cousins américains

Parmi les nombreux outils permettant d'affecter des avoirs des caisses de retraite au secteur immobilier aux États-Unis, il faut signaler le fonds Housing Investment Trust (HIT), créé par l'American Federation of Labor-Congress of Industrial Organizations en 1964 afin d'appuyer la construction de logements à prix modique qui donnait aussi du travail aux syndiqués. De nos jours, l'HIT investit dans toutes les régions du pays à un rythme de 400 millions de dollars par année et principalement dans des partenariats qui visent à construire ou à rénover des maisons unifamiliales et des immeubles d'habitation. Les projets du portefeuille de 1,9 milliard de dollars favorisent également les familles à faible revenu ou à revenu moyen ainsi que les établissements de santé et de retraite. L'HIT déclare avoir contribué à 50 000 unités de logement, créé 40 000 emplois et rapporté grandement du point de vue financier depuis sa création.

En 1987, le Business Investment Trust (BIT) a été créé. Avec un actif de 700 millions de dollars en 1998, cette deuxième fonds accorde du financement pour la mise en valeur d'immeubles commerciaux et industriels ainsi que de logements locatifs (35 p. 100 du portefeuille). La capitalisation de l'HIT et du BIT est fournie respectivement par 400 et 70 investisseurs, dont la vaste majorité sont des caisses de retraite paritaires interentreprises et des caisses de retraite du secteur public.

Collectivement, ces caractéristiques laissent supposer des obstacles de coûts, de risques et de longue durée de l'investissement que peuvent surmonter seulement les gestionnaires spécialisés possédant une connaissance de la situation locale et pouvant utiliser des méthodes de financement novatrices. Ils existent au Canada dans les caisses de retraite et chez d'autres investisseurs, encore que l'offre de spécialistes chevronnés soit considérée limitée. De plus en plus, des stratégies sont aussi élaborées sur les marchés boursiers plus

liquides, par l'émission d'actions par les grandes sociétés immobilières et des sociétés comme les fiducies de placement immobilier. Ces fiducies sont cotées à la Bourse et constituent des véhicules ouverts pour obtenir du capital afin d'investir dans les prêts hypothécaires et divers types de biens immobiliers.

Les études ont clairement démontré que les placements immobiliers créent de grandes retombées économiques, en particulier lorsque les cycles sont vigoureux. C'est aussi ce qu'a démontré une simulation récente effectuée par Informetrica d'un investissement de 1 milliard de dollars destiné à accroître ou à modifier le parc de logements (Société canadienne d'hypothèque et de logement, 1998). En plus des retombées sur l'ensemble de l'économie, les bénéficiaires comprennent l'industrie de la construction et les fabricants de matériaux de construction. L'incidence sur la création d'emplois dans ces secteurs est élevée. Une évaluation de l'aménagement immobilier financé par les caisses de retraite en Californie sur une période de quinze ans a révélé qu'un investissement de 4 milliards de dollars a produit 230 millions d'heures-personnes d'emploi.

Une autre retombée économique et sociale de ces investissements est l'amélioration de la quantité et de la qualité du parc de logements, de l'infrastructure commerciale et des travaux publics.

Informetrica a aussi analysé les effets de levier importants sur l'économie et l'emploi de l'investissement dans l'infrastructure connexe privée et publique des communications et des transports. Récemment, les fiduciaires de caisses de retraite nord-américains ont tourné leur attention vers cette nouvelle catégorie d'actifs.

Les caisses de retraite et l'immobilier : Autrefois et aujourd'hui

L'immobilier a toujours été une source de diversification des portefeuilles des caisses de retraite. Les engagements des caisses étaient plus élevés dans les années 80 qu'ils ne le sont actuellement, à cause de la perturbation financière provoquée par la bulle immobilière de la fin de la décennie et des tendances qui ont suivi. *Benefits Canada* en donne pour preuve le fait que les placements immobiliers des 100 plus grosses caisses de retraite sont passés de 6,7 p. 100 en 1993 à 4,2 p. 100 en 1997.

Les marchés immobiliers canadiens ont semblé se redresser en 1993. On a assisté à une hausse des placements des caisses de retraite, qui sont montés à près de 19 milliards de dollars en 1997 et qui provenaient surtout des grandes caisses du secteur public, comme celles reliées à l'OCIO en Colombie-Britannique. Hamilton et Heinkel soutiennent qu'il est raisonnable que ces portefeuilles montent encore et atteignent en moyenne 5 p. 100 de l'actif par régime de retraite.

En règle générale, les placements des caisses de retraite suivent un cycle d'achat, de conservation et de vente par rapport au parc immobilier existant, en fonction du lieu géographique et du type de bien immobilier. Les caisses ont tendance à préférer les grandes propriétés non résidentielles, comme les hôtels, les usines, les immeubles à bureaux, les magasins de détail et les centres commerciaux. Certains investissements dans l'aménagement et le réaménagement s'effectuent habituellement avec le temps.

Les mécanismes permettant d'accélérer la participation des caisses de retraite au financement sur le marché immobilier sont beaucoup plus vastes que pour les autres marchés financiers privés. Les caisses peuvent participer directement ou indirectement, souvent par l'entremise d'une filiale capitalisée distincte et d'un co-investissement avec d'autres bailleurs de fonds et promoteurs immobiliers (dans le cas des grosses caisses de retraite). Les nombreuses tâches de gestion intensive spécialisée, y compris l'administration ou l'aménagement des biens, s'effectuent alors principalement à l'interne. Les instruments indirects d'importance comprennent les structures d'entreprise et les caisses communes où les coûts et les risques sont partagés (pour les caisses de toutes tailles). On trouvera ci-dessous des exemples des mécanismes directs et indirects utilisés au Canada.

Exemples de participation des caisses de retraite

- ✓ DIRECTE : La Caisse de retraite des Chemins de fer nationaux investit depuis des années dans l'immobilier d'une manière caractéristique des grandes caisses de retraite. En 1998, le portefeuille des immeubles résidentiels et non résidentiels et des terrains situés dans toutes les régions du pays était évalué à 465 millions de dollars et géré par la filiale Canapen Group. De temps en temps, la caisse s'unit aussi à des sociétés immobilières pour réaliser de grands projets immobiliers comme le complexe de l'Organisation de l'aviation civile internationale, à Montréal.

- ✓ DIRECTE : Après avoir acquis des années d'expérience, la Caisse de dépôt a créé en 1993 son Groupe immobilier Caisse, formé de cinq filiales gérées à l'interne et chargé d'acquérir des immeubles commerciaux et industriels, des logements, des terrains, les hypothèques et des centres commerciaux. Plus de 40 p. 100 de ces placements s'effectuent au Québec. Le portefeuille était évalué à 4,8 milliards de dollars en 1997. De plus, les filiales investissent et co-investissent dans divers projets de construction et de rénovation, comme la construction de 300 maisons sur l'île des Sœurs.

- ✓ INDIRECTE : Depuis 1975, l'une des plus grosses caisses communes du Canada permettant aux caisses de retraite d'investir dans l'immobilier est Morguard Investments. Par l'entremise de Pensionfund Realty, 33 caisses de retraite agissent comme actionnaires et contribuent aux acquisitions et aux opérations d'aménagement de Morguard portant sur des immeubles commerciaux et industriels. À la fin de 1997, le portefeuille comprenait 138 immeubles, d'une valeur de 1,2 milliard de dollars. Morguard gère aussi une fiducie de placement immobilier. Un autre grand gestionnaire spécialisé est Penreal Capital Management.

L'infrastructure : La nouvelle catégorie d'actifs?

Tout comme certains projets immobiliers, l'infrastructure — les installations physiques qui transportent les gens, les biens et l'information, ainsi que l'énergie, les déchets et l'eau — a été quelque peu laissée pour compte dans les années 90. La Fédération canadienne des municipalités estime la baisse du financement à plus de 20 milliards de dollars. Cette situation pourrait coûter cher, car les études démontrent que l'infrastructure contribue grandement à la croissance des entreprises, à la productivité, à la protection de l'environnement et à l'emploi. Le dilemme persistant de la pénurie de financement dans le secteur de l'infrastructure a mené à la recherche de nouvelles sources de capitaux, comme les caisses de retraite.

Les caisses de retraite canadiennes et américaines commencent à peine à relever ce défi en envisageant d'élaborer des stratégies pour surmonter les obstacles de coûts et de risques propres à cette nouvelle catégorie d'actifs. À cette fin, la Commission to Promote Investment in America's Infrastructure a recommandé en 1993 des partenariats entre les secteurs public et privé. En 1997, la Caisse de retraite des employés municipaux de l'Ontario a demandé une revitalisation concertée semblable au Canada, en faisant appel aux caisses de retraite, et elle étudie actuellement ses propres projets dans des municipalités ontariennes et ailleurs.

- ✓ INDIRECTE : Créée en 1989 la société Greystone Properties a un actif de 300 millions de dollars. Visant au départ à offrir des logements locatifs à prix abordable à Vancouver, elle a ajouté depuis à son portefeuille des immeubles résidentiels, des habitations destinées à la vente, ainsi que des immeubles commerciaux et industriels en Colombie-Britannique. À l'heure actuelle, le portefeuille comprend 12 projets d'aménagement. La capitalisation provient de 24 caisses, dont un grand nombre sont des caisses en fiducie et des caisses interentreprises. Une société financée de la même façon et ayant un mandat semblable est Mortgage Fund One, qui a été créée en 1992.

La perspective locale

Tout comme l'offre et la demande sur le marché immobilier dépendent de facteurs très locaux, les retombées économiques et sociales varient beaucoup selon les collectivités et les régions au Canada. Les projets d'aménagement et de réaménagement font généralement appel au marché local des entrepreneurs, des entreprises de construction, de la main-d'œuvre et des fournisseurs de produits et services. Ce sont aussi les collectivités locales qui obtiennent les logements neufs ou rénovés ou encore des infrastructures commerciales.

Les projets immobiliers actuels appuyés directement et indirectement par les caisses de retraite sont eux aussi de nature locale. Les principaux bénéficiaires dans ce cas sont les grands centres urbains où se concentrent la plupart des immeubles commerciaux et industriels ainsi que les occasions de placement connexes. Certaines caisses, comme celles qui sont reliées à l'OCIO en Colombie-Britannique et à la Caisse de dépôt, ont tenté d'élargir leurs horizons.

Les retombées positives locales de certains placements immobiliers des caisses de retraite ont été démontrées. Greystone Properties, par exemple, évalue sa propre contribution à plus de 4millions d'heures de travail local (par des syndiqués) depuis sa création. De plus, la SCHL a reconnu que Greystone a joué un rôle considérable dans le financement de la construction de nouveaux logements à prix modique à Vancouver, à un moment où il existait une pénurie chronique sur ce marché. Une étude menée en 1997 par l'Université de la Californie a révélé que des consortiums américains comparables avaient permis à deux petites caisses de retraite de créer des emplois et d'augmenter nettement le nombre de logements à prix modique dans plusieurs collectivités de l'État.

En conclusion

L'importance économique de l'investissement immobilier est indéniable, surtout lorsqu'il comporte un élément de développement. Cette réalité est peut-être la plus apparente à l'échelle locale en raison de la stimulation immédiate créée par des emplois liés aux projets ainsi que l'offre presque permanente de logements, d'immeubles commerciaux et industriels, d'équipement de communication et de transport ainsi que d'autres formes d'infrastructure. Cette activité a un peu diminué ces derniers temps, en raison notamment des changements cycliques et structurels sur les marchés immobiliers.

Les caisses de retraite canadiennes jouent un rôle vital comme bailleurs de fonds sur le marché immobilier. En règle générale, ce rôle a été axé sur les immeubles détenus à long terme et sur les projets d'aménagement connexes qui favorisent les projets non résidentiels dans des sous-marchés locaux où l'économie est vigoureuse. Quelques grosses caisses du secteur public sont à l'origine de la remontée très récente des placements des caisses de retraite dans cette catégorie d'actifs, après une période de déclin continu depuis les années 80. Hamilton et Heinkel ainsi que d'autres analystes font remarquer que de nouvelles hausses du portefeuille immobilier des caisses de retraite ne seront possibles qu'après avoir surmonté les obstacles implicites dans une structure de marché essentiellement privée. Des indications montrent qu'on est en train d'y parvenir pour une vaste gamme d'outils de participation (p. ex. les fiducie de placement immobilier).

Les marchés immobiliers américains pourraient proposer d'autres moyens et structures. Il peut s'agir notamment de ceux qui appuient l'intérêt fiduciaire des caisses de retraite sur certains créneaux du marché immobilier, notamment pour combler en partie le vide laissé par le gouvernement dans la construction de logements résidentiels ou d'infrastructures. Des précédents au Canada et aux États-Unis font ressortir le potentiel de ce ciblage de l'actif, souvent par l'entremise de partenariats entre les secteurs public et privé.

8. Les obstacles aux placements des caisses de retraite dans une nouvelle économie

En 1998, les caisses de retraite ont été un peu actives sur les marchés financiers caractéristiques d'un nouveau cadre économique au Canada. Mais dans tous ces marchés, il existe des obstacles à de premiers investissements ou à des investissements soutenus des caisses. Liés à des inefficiences relatives et particulières, les obstacles sont les plus impressionnants sur les marchés financiers privés. Afin de mieux comprendre ces obstacles et leur incidence sur les décisions de placement des fiduciaires des caisses de retraite et des gestionnaires financiers, le CCMTP a dressé une liste de quatorze obstacles, à partir d'entrevues menées en 1997-1998 et d'études nord-américaines.

La plupart de ces obstacles ont comme point de référence immédiate l'expérience des caisses sur les marchés du capital de risque et sur les autres types de marchés, mais ils s'appliquent aussi aux autres formes de financement privé par emprunt et par actions comme les prêts à terme et le financement-relais. Ils sont aussi pertinents pour de nombreux aspects des investissements dans l'immobilier et dans l'infrastructure.

L'enquête du CCMTP et de l'ACGFR

En 1998, l'ACGFR a accepté de présenter à ses 127 membres (qui gèrent près de 350 caisses de retraite et un actif de 400 milliards de dollars) la liste des obstacles dressée par le CCMTP dans le cadre d'un sondage d'opinion. Le 1er avril, 53 p. 100 des membres de l'ACGFR avaient répondu. Les répondants étaient généralement représentatifs selon la taille (la valeur des actifs variant de moins de 500 millions de dollars à plus de 5 milliards de dollars) et appliquant surtout une gestion externe des actifs. Le CCMTP a présenté les résultats de cette enquête à une conférence et un atelier de l'ACGFR (Victoria, avril-mai 1998).

Les résultats de cette enquête apportent un éclairage utile sur les limites et les débouchés éventuels du rôle financier des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution.

La première constatation d'importance est que neuf des quatorze obstacles sont jugés *importants* ou *très importants*. Six d'entre eux, se rapportant aux problèmes des structures des marchés financiers privés, ont été jugés tels par de fortes marges – de près des deux tiers aux trois quarts des répondants (en particulier les grosses caisses). La conclusion apparente est que, qu'ils aient de l'expérience sur ces marchés ou non, les fiduciaires de caisses de retraite croient que ces marchés présentent de nets obstacles à leur participation.

On trouvera ci-dessous un aperçu des obstacles, selon l'ordre d'importance établi par les membres de l'ACGFR, ainsi que des observations. Nous présentons également une analyse préliminaire des moyens et structures qui pourraient permettre de surmonter stratégiquement ces obstacles. Ces suggestions découlent principalement des études du CCMTP sur divers marchés financiers privés en Amérique du Nord et en Australasie – et tout particulièrement, des marchés très évolués du financement par actions de sociétés fermées aux États-Unis. Ce sont habituellement des solutions conçues au fil des années par les praticiens de l'offre et de la demande pour surmonter des obstacles particuliers et souvent avec l'appui de la politique publique. Dans bien des cas, les innovations ont été proposées par les caisses de retraite à mesure que le rôle de source de financement s'est accru et a permis aux caisses d'exercer une plus grande influence sur l'évolution de l'infrastructure des marchés.

Les principaux exemples de solutions stratégiques aux obstacles aux grands obstacles qui sont ressortis de l'enquête CCMTP-ACGFR peuvent se regrouper dans les catégories suivantes :

- ✓ La mise en place de « pratiques exemplaires » pour les placements en gestion commune et les consortiums classiques (p. ex. sociétés en commandite

simple et placements en titres de sociétés fermées);

- ✓ L'établissement d'autres types de caisses communes (p. ex. les « funds-of-funds », ces fonds américains qui servent d'intermédiaires entre les caisses de retraite et les gestionnaires spécialisés externes);
- ✓ L'établissement de caisses communes axées sur les actifs (p. ex. les EVI pour l'immobilier, financement des PME, etc.)
- ✓ Le développement de spécialistes en placements compétents et chevronnés;
- ✓ Le développement de conseillers et d'agents spécialisés dans certains marchés (p. ex. les intermédiaires, les « gatekeepers » pour les caisses de retraite, les agents des PME dans le domaine des placements en titres de sociétés fermées);
- ✓ La création de bases de données sur les rendements des marchés financiers privés, d'instruments de mesure, etc.;
- ✓ L'amélioration des connaissances des fiduciaires de caisses de retraite relatives aux marchés financiers privés;
- ✓ L'établissement de partenariats entre le gouvernement et le secteur privé afin de renforcer les initiatives indiquées ci-dessus, de les favoriser ou d'en partager les coûts.

Des précisions et d'autres exemples se trouvent aux chapitres ***Au sujet des caisses communes et des placements en gestion commune***, ***Qu'est-ce qu'un « gatekeeper »?*** et ***Qu'est-ce qu'un IVE?***.

1. La crainte que ces placements n'exigent une gestion intensive et n'entraînent donc des frais d'exploitation trop élevés pour les caisses de retraite.

LE PROBLÈME : Il y a des coûts initiaux et des coûts permanents importants pour les gestionnaires spécialisés et les caisses de retraite qui tentent de négocier sur les marchés financiers privés à forte intensité en information.

Qualifié par 78 p. 100 des répondants d'*important* ou *très important*, il s'agit du principal obstacle pour les membres de l'ACGFR. Pour eux, les coûts comprennent les frais financiers des spécialistes externes ainsi que les dépenses internes de surveillance et d'évaluation du rendement pour des placements modestes. De telles dépenses vont à l'encontre de l'impératif fiduciaire de réduire les frais généraux d'exploitation.

Il peut être difficile d'obtenir de bons rendements redressés par rapport aux coûts sur les marchés financiers privés, surtout lorsque les montants prêtés sont peu élevés et qu'il s'agit de capital de risque. Les fiduciaires canadiens peuvent s'inspirer des initiatives des caisses de retraite américaines sur les marchés des titres de sociétés fermées et des prêts participatifs qui ont permis de réaliser des économies. Il s'agit notamment des « pratiques exemplaires » instaurées dans les caisses communes externes (c.-à-d. les sociétés en commandite simple) concernant les frais, les encouragements au rendement, etc. Des facteurs de coût sont aussi à l'origine de nouveaux modèles de syndication, comme les « funds-of-funds ». Enfin, l'importance accrue depuis quelque temps des conseillers et des agents spécialisés dans des marchés en particulier est instructive. Les « gatekeepers » jouent un rôle crucial pour les caisses de retraite en effectuant une grande partie des tâches de gestion pour le client. Ces nouveautés ont aussi profité aux programmes d'IVE.

2. La pénurie de spécialistes bien informés, compétents ou chevronnés pour gérer efficacement l'actif des caisses de retraite à l'interne ou dans le cadre d'une caisse commune externe.

LE PROBLÈME : La petitesse et le sous-développement fréquent des marchés financiers privés au Canada ne permettent peut-être pas d'avoir un bassin suffisant de professionnels compétents et capables d'ajouter de la valeur pour rendre intéressants les rendements rajustés en fonction des risques.

Pour 73 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important*.

En règle générale, ils croient que le nombre limité de professionnels de haut calibre fait que leurs services, à l'interne ou à l'externe, coûtent trop cher. Une recherche concertée de gestionnaires spécialisés de qualité exige aussi beaucoup de temps et de ressources de la part des fiduciaires de caisses de retraite.

Au sujet des caisses communes et des placements en gestion commune

Aux États-Unis, près de 80 p. 100 du capital, de risque ou non, investi dans des actions de sociétés fermées ou des prêts participatifs accordés à ces sociétés passent par l'intermédiaire de sociétés en commandite simple. À titre de bailleurs de fonds importants sur ces marchés, les caisses de retraite ont insisté pour obtenir des modifications qualitatives sur ces marchés au fil du temps, afin de s'assurer que leurs intérêts sont pris en considération par les gestionnaires spécialisés. Récemment, neuf grandes caisses de retraite du secteur public ont commandé une étude (William M. Mercer, 1996) afin d'établir les «pratiques exemplaires» des opérations des caisses communes. Le California Public Employees Retirement System, par exemple, a inclus les pratiques énoncées par Mercer dans ses critères de participation aux sociétés en commandite.

Les caisses de retraite américaines sont aussi en train de diversifier leurs mécanismes de participation, comme les modèles des « funds-of-funds », qui mettent en commun les actifs en vue d'une affectation sélective dans des sociétés en commandite simple. D'une valeur de 4 milliards de dollars en 1997 seulement, ce véhicule réduit les coûts pour les caisses, offre des possibilités de diversification aux investisseurs de petite taille et constitue un point d'entrée sûr pour les nouveaux venus sur ces marchés. Il fournit aussi aux participants des données et des conseils sur les meilleurs spécialistes professionnels ainsi qu'un accès à ces spécialistes.

L'une des fonctions des « gatekeepers » américains (et australiens) (dont il a été question à l'obstacle n° 1) consiste à aider les fiduciaires à trouver, présélectionner et évaluer spécialistes en investissement et les sociétés d'investissement en fonction de critères prédéfinis. Pour cette raison, ils peuvent devenir une innovation organisationnelle bienvenue dans le secteur canadien de l'investissement dans les titres de sociétés fermées. L'analyste de marchés Mary Macdonald a également proposé une coopération transfrontalière (des alliances nord-sud) afin de profiter de l'expérience et des connaissances de gestion des autres. Cette coopération pourrait inclure les compétences particulières relatives au ciblage des actifs dans le cadre des programmes d'IVE.

3. Le manque d'information sur les marchés financiers privés pour que les gestionnaires de caisses de retraite puissent prendre des décisions de placement et évaluer le rendement sur une période donnée.

LE PROBLÈME : L'intensité de l'information sur les marchés privés implique qu'il n'est pas facile d'obtenir des données afin de déterminer les prix, de conclure des marchés ou d'analyser la situation financière.

Pour 69 p. 100 des répondants de l'ACGFR, il s'agit d'un obstacle *important* ou *très important.* Ils font observer que les caisses de retraite ont beaucoup de mal à obtenir des renseignements de qualité sur les investissements privés (p. ex. des données sur le rendement à long terme). Cette lacune nuit à l'affectation des actifs ainsi qu'à la surveillance des tendances du rendement et aux rapports connexes aux fiduciaires.

Un grand nombre des données en question sont confidentielles, ne sont communiquées qu'aux clients des sociétés fermées et sont collectées principalement aux fins des opérations. Les fiduciaires doivent payer pour les obtenir. Là encore, l'infrastructure américaine des marchés du financement privé par actions et par emprunt fournit des modèles, car les « gatekeepers » et les mandataires des PME et des caisses communes s'assurent que des renseignements fiables sont obtenus à des coûts réduits. C'est aussi la fonction des entreprises qui effectuent des études de marché. Au début des années 90, le gouvernement fédéral américain a également établi la banque de données E2 DataBank afin d'aider les caisses de retraite à trouver

sur le marché des sources de renseignements sur les possibilités d'IVE.

4. L'impression que les rendements de ces placements rajustés en fonction des risques sont insuffisants et peu fiables.

LE PROBLÈME : Les rendements sur les placements, entre autres sur le marché intermédiaire et sur celui du capital de risque, doivent dépasser ceux des titres liquides pour justifier les coûts et les risques assumés par les caisses de retraite.

Pour 66 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Ils font remarquer qu'il n'y a pas d'antécédents de rendement financier sur certains marchés financiers privés canadiens pour informer les fiduciaires des caisses de retraite. En outre, même si les rendements à long terme peuvent être supérieurs, ils peuvent aussi être instables. Certains participants actuels soutiennent que ces impressions sont fausses.

Pour surmonter cet obstacle, les membres de l'ACGFR recommandent d'améliorer les échanges d'information financière de qualité, axée sur des marchés particuliers (dont il a été question à l'obstacle n° 3) et tout particulièrement l'élaboration d'une base de données accessible et complète concernant notamment les rendements sur les marchés privés canadiens des valeurs des sociétés fermées. Voir également l'obstacle n° 6.

5. La crainte que ces placements ne provoquent des faillites importantes ou des coûts élevés.

LE PROBLÈME : Les faillites commerciales et les annulations de marchés courantes sur certains marchés financiers privés attirent une publicité non désirée sur les caisses de retraite ou comporte des responsabilités légales coûteuses.

Pour 64 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* De nombreux répondants ont indiqué que les fiduciaires sont sensibles à la publicité négative des médias lorsque des investissements sont un échec et qu'il y a peu de recours juridiques en cas de conflit avec les gestionnaires. D'autres considèrent ces conséquences comme une réalité acceptable des marchés à haut risque qui, au bout du compte, procurent des rendements supérieurs.

Aux États-Unis, les réformes récentes parrainées par les caisses des mécanismes relatifs aux sociétés en commandite simple sur les marchés financiers privés comprennent de nouvelles modalités pour la négociation conjointe des responsabilités, le renvoi des gestionnaires ou des sociétés d'investissement ou le règlement d'autres conflits. Les fiduciaires canadiens pourraient être intéressés à étudier et à imiter certaines de ces nouvelles « pratiques exemplaires ».

6. Un conflit entre les méthodes classiques de mesure du rendement des actifs des caisses de retraite et le rendement à long terme de ces placements non liquides.

LE PROBLÈME : Les moyennes et les indices classiques employés par les fiduciaires des caisses de retraite pour évaluer et comparer les titres liquides à court terme conviennent mal aux marchés financiers privés.

Pour 64 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Cette évaluation repose sur le fait que les catégories d'actifs de base qui constituent les portefeuilles des caisses de retraite sont des actions et des obligations détenues ou échangées sur les marchés boursiers. Les indicateurs de rendement sont conçus en fonction de ces titres. Réorienter les fiduciaires vers les placements à long terme soulève des difficultés organisationnelles et techniques.

Pour une grande partie du financement par emprunt ou par actions obtenu sur les marchés privés, il n'y a pas de norme universelle de rendement financier. Tant que les titres ne sont pas vendus, les progrès à long terme d'un placement ou d'un portefeuille de placements sont difficiles à mesurer à l'aide d'un seul indicateur. Aux fins de l'évaluation initiale des gestionnaires spécialisés et des sociétés d'investissement, certains fiduciaires se fient sur les rendements passés et prévus. Aux fins de comparaison, ils adaptent souvent des indices

publics à des titres de sociétés fermées, par exemple. Les membres de l'ACGFR ont exprimé un intérêt pour la mise au point de techniques plus poussées de comparaison et d'évaluation du rendement pour divers instruments non liquides.

Qu'est-ce qu'un « gatekeeper » (garde-barrière)?

Un signe de l'évolution des marchés américains des titres de sociétés fermées depuis les années 80 est la croissance rapide des conseillers, agents et intermédiaires indépendants à la disposition des bailleurs de fonds et des demandeurs de crédit. Pour les caisses de retraite, l'une des professions les plus importantes ajoutée à l'infrastructure de conseil et de gestion a été l'arrivée des « gatekeepers », qui offrent des renseignements sur les marchés et un accès aux meilleurs spécialistes de l'investissement à un coût relativement bas.

Certains de ces conseillers spécialisés sont principalement des conseillers des fiduciaires qui s'occupent également de nombreuses tâches de gestion des fiduciaires en observant des critères prédéterminés. D'autres sont plus interventionnistes et assument la responsabilité directe d'activités comme les négociations avec les caisses communes externes. Ils peuvent jouir de pouvoirs discrétionnaires sur l'affectation de l'actif des caisses au moyen de « funds-of-funds » ou de comptes séparés. D'autres agents-conseillers mettent l'accent sur les opérations avec les PME ou sur la participation à des sociétés en commandite simple. Tous ont aidé les caisses de retraite à investir directement ou indirectement de manière plus efficace sur le marché des titres de sociétés fermées.

7. Le manque de connaissance de ce type de placements ou d'appui à de tels placements dans les organes fiduciaires (c.-à-d. les fiduciaires ou les promoteurs) et/ou les gestionnaires de caisses de retraite.

LE PROBLÈME : Les fiduciaires ont tendance à mal connaître les placements en titres à haut risque et non liquides et ont souvent des idées fausses sur les coûts et les risques réels.

Pour 61 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Beaucoup conviennent que les décisions de placement des représentants des membres des caisses de retraite d'origines diverses montrent souvent qu'ils connaissent mal la structure des marchés financiers privés ou les stratégies de gestion des coûts et des risques. Par conséquent, ils hésitent à participer.

L'étude de l'ACGFR intitulée *Effective Pension Plan Governance* (1997) affirme la nécessité d'un vaste programme de sensibilisation aux marchés financiers dans un processus modèle pour la sélection et l'organisation des fiduciaires. Certains membres de l'ACGFR ont proposé d'inclure des notions élémentaires sur certains marchés du financement par emprunt et par actions, suivies de données mises à jour périodiquement et d'analyses au niveau du conseil d'administration.

8. Dans le cas des petites et moyennes caisses de retraite, la taille peut empêcher la diversification dans ce type de placements.

LE PROBLÈME : Les caisses de retraite dont l'actif ne dépasse pas environ 1 milliard de dollars n'ont pas la « masse critique » nécessaire pour entrer directement sur les marchés financiers privés et ne peuvent le faire que par l'entremise des caisses communes ou des consortiums externes.

Pour 59 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important*, tandis que pour les petites et moyennes caisses de retraite, le taux passe à 68 p. 100. Ces dernières ont fait remarquer que la masse limitée pose des difficultés pour gérer les coûts de gestion élevés et l'instabilité éventuelle des placements. Beaucoup ne connaissent pas les véhicules externes qui existent pour partager les coûts et les risques avec d'autres investisseurs.

Plusieurs petites caisses de retraite canadiennes ont mis des actifs en commun pour effectuer des placements immobiliers et d'autres types de placements (p. ex. le capital de risque au Québec). Aux États-Unis, il existe un ensemble plus développé de véhicules pour favoriser une participation élargie, notamment les « funds-of-funds ».

Ces derniers appuient la diversification de l'actif des caisses de retraite à un coût réduit et sont particulièrement utiles pour les petites et les moyennes caisses qui entrent sur le marché. De nombreux IVE comprennent aussi du financement de caisses de retraite de toutes tailles.

9. L'hésitation fondée sur de mauvaises expériences sur les marchés financiers privés.

LE PROBLÈME : Les fiduciaires hésitent souvent à participer aux marchés financiers privés de tous genres parce que de nombreuses caisses de retraite ont eu une expérience négative dans les années 80.

Qu'est-ce qu'un IVE?

L'investissement à vocation économique (IVE) est un phénomène américain selon lequel l'affectation de l'actif des caisses de retraite vise à obtenir un rendement équivalent à celui du marché ainsi que des retombées économiques et sociales en comblant des lacunes et des sous-investissements perçus. Ayant évolué pendant près de quatre décennies, les programmes d'IVE de plusieurs milliards de dollars ont pris de l'expansion dans les années 90, en raison principalement de l'appui de caisses de retraite du secteur public en Californie, dans l'État de New York, en Pennsylvanie et dans d'autres États, ainsi que de l'appui des gouvernements. Récemment, les autorités réglementaires ont rendu leur approbation des IVE officielle, pourvu que les rendements rajustés en fonction des risques demeurent la priorité.

De nos jours, les programmes d'IVE sont nombreux et variés. Les cibles comprennent le logement à prix abordable et d'autres investissements immobiliers, les jeunes entreprises de haute technologie, l'infrastructure, les placements dans des entreprises syndiquées, le développement économique local, les entrepreneurs des groupes minoritaires et les femmes entrepreneurs, les prêts hypothécaires aux adhérents des caisses de retraite, les fabricants en période de restructuration et les PME. Les caisses de retraite de la Ville de New York City parrainent plusieurs IVE, dont un programme de prêts pour la rénovation des quartiers pauvres, le financement des achats de logements par les citoyens à revenu modique et des prêts à terme d'une valeur moyenne de 100 000 $ aux PME locales.

Pour 55 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Dans leurs observations sur divers obstacles, de nombreux répondants ont évoqué leur mauvaise expérience ou les mauvais résultats financiers, au cours de la décennie précédente, sur des marchés privés comme les services de banque d'affaires, l'immobilier et le capital de risque. Quelques répondants ont parlé d'expériences positives, à long terme tout au moins.

Les analystes et les praticiens des marchés canadiens ont indiqué que le marché intermédiaire et celui du capital de risque ont mûri dans les années 90, en raison de facteurs comme une compétence et une spécialisation accrues des gestionnaires et des caisses communes ainsi que d'un entrepreneurship plus évolué. C'est ce que l'on constate actuellement dans les régions de haute technologie comme la vallée de l'Outaouais. Les tendances sur les marchés financiers privés américains plus établis laissent croire elles aussi à une contribution des innovations organisationnelles et techniques décrites à l'obstacle n° 1.

10. L'impression que des placements à haut risque vont à l'encontre des responsabilités fiduciaires des adhérents aux régimes de pension.

LE PROBLÈME : Bon nombre de fiduciaires et de leurs conseillers considèrent les placements des caisses de retraite dans des titres à haut risque et non liquides comme une activité qui va à l'encontre de la règle de la gestion prudente et de la « promesse de prestation d'une pension » aux retraités.

Pour 47 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Ceux qui sont de cet avis estiment que la nature fondamentale de la plupart des catégories d'actifs non traditionnels devrait faire en sorte que ces actifs ne puissent figurer dans les portefeuilles. D'autres croient que cet obstacle tient aux idées erronées des fiduciaires qui peuvent entraver les buts de diversification dans un portefeuille de caisse

de retraite moderne. Des programmes de sensibilisation sont recommandés (mentionnés à l'obstacle n° 7).

11. Le manque de connaissance des besoins et des contraintes des caisses de retraite de la part des professionnels qualifiés qui gèrent les caisses communes externes.

LE PROBLÈME : Même si le nombre de spécialistes des placements est suffisant, beaucoup d'entre eux ne sont pas sensibilisés au processus de placement des caisses de retraite et aux procédures fiduciaires.

Pour 46 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Reposant principalement sur des expériences antérieures négatives, les observations portaient surtout sur les produits et services de gestion externe qui ne répondent pas aux intérêts des caisses de retraite.

Les nouveaux conseillers et agents sur les marchés du financement privé par emprunt ou par actions aux États-Unis (et en Australie), tels que les « gatekeepers » (dont il a été question à l'obstacle n° 1), se spécialisent souvent dans des produits et des services visant à répondre aux besoins des caisses de retraite clientes. En outre, des comités consultatifs de sociétés en commandite simple, par exemple, ont été établis dans ces pays et au Canada, favorisant ainsi une participation et un contrôle accrus des fiduciaires dans les questions contractuelles importantes pour protéger et aligner les intérêts.

12. L'impression qu'il n'y a pas assez d'occasions d'effectuer des placements de haute qualité dans les petites entreprises pour justifier une participation.

LE PROBLÈME : L'on craint que, sur les marchés financiers privés axés sur les PME, il y ait trop de bailleurs de fonds à la recherche d'un nombre limité de placements de qualité.

Pour 43 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Ces résultats élevés reposent sur la conviction que la participation des caisses de retraite sur certains marchés financiers privés (p. ex. le capital de risque) est entravée par une offre excédentaire et que l'entrepreneurship canadien ne peut produire qu'un nombre limité d'entreprises à croissance exponentielle. Il est certainement difficile de trouver ces entreprises sans aide.

Comme nous l'avons déjà indiqué, des conseils sur certains marchés particuliers et une infrastructure administrative sont essentiels pour les PME à la recherche de nouveaux mécanismes de financement privé par emprunt ou par actions. Ils sont importants également pour les caisses de retraite qui recherchent les meilleures perspectives de placement dans les PME et veulent obtenir de l'aide pour conclure des marchés. Il existe de nombreux conseillers-agents très spécialisés par rapport à leurs clients sur les marchés du financement privé par actions et sur les marchés des prêts participatifs chez nos voisins du Sud. Ces derniers servent aussi dans les IVE. L'efficacité des marchés intermédiaires et des marchés de capital de risque canadiens s'est aussi accrue à la faveur de l'émergence récente de conseillers-agents vitaux pour les PME, surtout au centre du Canada.

13. Certains obstacles à la participation causés par inadvertance par les politiques publiques, comme le traitement fiscal des sociétés en commandite simple.

LE PROBLÈME : Les fiduciaires de gestion ont évoqué les politiques fiscales de nature à entraver ou à fausser le but de la diversification des portefeuilles vers les catégories d'actifs non traditionnelles.

Pour 33 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Le très petit nombre de participants qui connaissent le sujet ont fait remarquer que le traitement fiscal des sociétés en commandite simple (p. ex. comme société étrangère) est un exemple de la façon dont les lois découragent l'investissement. Certains estiment que la règle qui limite à 20 p. 100 les actifs étrangers détenus dans les portefeuilles des caisses de retraite constitue aussi un obstacle. L'ACGFR étudie actuellement ces questions avec le gouvernement fédéral.

14. La crainte que ces placements n'aillent à l'encontre de l'esprit ou de la lettre de la réglementation prudentielle.

LE PROBLÈME : Il y a des signes que certains fiduciaires de caisses de retraite évitent certains placements privés parce qu'ils ne sont pas certains de l'application des dispositions des lois canadiennes.

Pour 16 p. 100 des répondants de l'ACGFR, cet obstacle est *important* ou *très important.* Il s'agit de l'obstacle le moins important aux yeux des membres de l'ACGFR. Certains soutiennent néanmoins que les autorités fédérales et provinciales devraient donner des précisions plus explicites sur cette question, afin de dissiper les idées fausses qui circulent encore.

En conclusion

Les résultats de l'enquête de l'ACGFR confirment l'importance de la structure des marchés financiers privés comme obstacle important à la participation des caisses de retraite. Les problèmes opérationnels que constituent le risque élevé, le peu d'information, les placements non liquides ne peuvent être surmontés que par un investissement à long terme des caisses de retraite dans des gestionnaires spécialisés, un contrôle interne et divers ajustements techniques. Pour la plupart des membres de l'ACGFR, petits et gros, les coûts semblent importants et comportent une incertitude, surtout si les fiduciaires n'ont pas confiance d'obtenir des rendements supérieurs.

Étant donné que les problèmes structurels sont au cœur de la participation limitée des caisses de retraite, les solutions doivent inévitablement comporter des innovations dans l'organisation des marchés canadiens, dans des relations et des méthodes qui éliminent les inefficiences. Il faut tout particulièrement développer une infrastructure qui appuie les investissements des caisses de retraite et insiste sur les co-investissements, les sociétés en commandite, les caisses communes et les ressources de valorisation. De nombreux modèles d'efficience sont proposés sur les marchés américains et australasiens pour le financement privé par emprunt et par actions et pour d'autres mécanismes de financement auxquels participeront divers types de caisses de retraite et d'intéressés, parfois même les gouvernements.

Des stratégies inventives employées pour surmonter les obstacles sont aussi essentielles pour atteindre les grands objectifs économiques et sociaux canadiens. C'est aussi vrai pour les placements des caisses de retraite axés exclusivement sur l'optimisation des rendements financiers, où les retombées secondaires peuvent être indirectes, que pour les IVE américains bien établis et les modèles canadiens comparables de ciblage des actifs (p. ex. la Caisse de dépôt, Greystone), où les retombées sont considérées comme une autre forme de revenu. Au bout du compte, ils doivent tous deux trouver des moyens efficaces de négocier dans des structures de marché complexes d'une manière conforme aux pratiques et au droit prudentiels.

À tous les paliers de gouvernement au Canada, la politique publique peut contribuer à la participation durable des caisses de retraite sur les marchés financiers privés. Des initiatives possibles comprennent l'adaptation des politiques fiscales, les mesures facilitant le développement d'une infrastructure de marché qui surmonte des obstacles en particulier, les co-investissements ou les partenariats avec des caisses de retraite pour certains projets de ciblage de l'actif (où des retombées secondaires sont visées), des mesures fiscales favorables à de nouveaux placements et des assurances ou des garanties pour certains types d'avoirs (p. ex. l'immobilier).

Conclusion

La taille sans précédent des régimes de retraite d'employeur canadiens a fait d'eux un grand réservoir de l'épargne nationale. L'importance des caisses de retraite est liée au mandat public de fournir un revenu de retraite aux travailleurs. Plus que jamais, elle présente aussi un défi pour le système financier, car il faut mobiliser efficacement l'épargne afin de répondre aux priorités de l'investissement productif et de la formation du capital dont les conséquences sont déterminantes dans une économie en mutation et en restructuration. Un indicateur clé du rendement est l'incidence à long terme sur l'emploi.

Patience, prudence et des emplois a permis d'étudier des thèmes relatifs à un rôle accru des caisses de retraite dans la transition du Canada vers une nouvelle économie et une nouvelle base de l'emploi. Un aspect crucial de ce rôle est l'appui aux PME pour qu'elles aient accès au capital à l'échelle nationale, locale et sectorielle. Comme l'a confirmé l'enquête réalisée en 1998 par le CCMTP et l'ACGFR, les caisses de retraite se butent à des obstacles de taille à cet égard, en raison des coûts et des risques sur les marchés financiers privés. Il y a aussi des obstacles à l'appui des sociétés à petite capitalisation boursière, ainsi que dans les secteurs de l'immobilier et de l'infrastructure.

Afin de surmonter les obstacles, il faut apporter des innovations organisationnelles et techniques dans chacun de ces marchés financiers. Ces innovations doivent tenir compte du fait que les marchés sont petits et, dans certains cas, pas encore parvenus à maturité. En outre, les nouveaux moyens stratégiques doivent tenir compte des besoins fiduciaires, des contraintes et des perspectives du marché propres aux caisses de retraite, à titre d'institutions multipartites réglementées. En cas d'échec, la participation des caisses de retraite ne se matérialisera pas ou ne se poursuivra pas. De plus, comme l'expérience sur plusieurs marchés canadiens l'a clairement démontré dans les années 80, une fois confirmé, l'échec peut empêcher un futur retour sur le marché.

Dans l'introduction, nous avons fait observer que les placements des caisses de retraite qui *visent à optimiser* le rendement entraînent souvent des retombées secondaires dans l'économie ou la société, intentionnellement ou non. Dans la mesure où les portefeuilles des caisses de retraite comprennent des placements sur certains des marchés que nous avons étudiés, il y a plus de chances que ces retombées se matérialisent. Elles découleront de l'aide apportée à la formation de nouvelles entreprises et à la croissance des industries du savoir et de la haute technologie ainsi que d'une contribution dans les secteurs plus traditionnels de la construction, de la fabrication, des ressources et des services. Dans ce cas, les retombées pourraient être la création ou le maintien de « bons » emplois.

Les retombées secondaires peuvent aussi toucher au développement économique local et régional. Dans d'autres cas, elles peuvent accroître ou améliorer le parc de logements (de location ou occupés par le propriétaire) ainsi que les immeubles commerciaux et industriels. Elles peuvent toucher également à l'infrastructure des travaux publics, des communications et des transports. Dans tous les cas, de nouveaux types de prise de participation peuvent s'ajouter. La liste est infinie.

Évidemment, comme nous n'avons cessé de le répéter dans *Patience, prudence et des emplois*, les placements des caisses de retraite ne seront conformes à la responsabilité fiduciaire que si ces retombées possibles s'ajoutent à des rendements financiers optimaux.

La présente étude du CCMTP a démontré comment les caisses de retraite s'y prennent pour obtenir un rendement satisfaisant de nature à entraîner également des retombées secondaires. Les solutions vont des programmes directs gérés à l'interne et des filiales de grosses caisses de retraite jusqu'aux mécanismes gérés à l'externe — consortiums, sociétés en commandite simple, co-investissements par projet, etc. Comme le révèlent les résultats de l'enquête du CCMTP et de l'ACGFR, les marchés financiers d'autres pays industrialisés (et tout particulièrement les États-Unis) laissent entrevoir d'autres mécanismes dont nous pourrions nous inspirer, y compris des modèles axés exclusivement sur le marché,

des modèles de ciblage de l'actif et des profits (p. ex. les IVE américains) et les partenariats entre les secteurs privé et public. Le patronat, les syndicats et les gouvernements, à titre d'intéressés, ont tous un rôle à jouer pour trouver les solutions qui conviennent.

Le placement et la gestion de l'actif des caisses de retraite dans une perspective économique est un sujet encore relativement nouveau. Nous espérons que ceux qui œuvrent dans le domaine des caisses de retraite et les participants des régimes de pension verront dans *Prudence, patience et des emplois* une première étape utile pour comprendre et apprécier la contribution des caisses de retraite comme agents d'un changement prometteur dans l'économie canadienne de demain.

Petit glossaire

Actions de sociétés à petite capitalisation : Titres publics de faible valeur, tel que déterminé en multipliant le cours des actions par le nombre en circulation. Cette capitalisation est souvent inférieure à 1 milliard de dollars. (small-capitalization (small-cap) stocks)

Activisme des actionnaires : Processus par lequel un actionnaire institutionnel dans une entreprise affirme activement son droit de propriété pour assurer la valeur de l'actif. Cela s'effectue habituellement par la participation de l'actionnaire à la régie de l'entreprise. (shareholder activism)

Caisse commune ou *placement en gestion commune* : Termes génériques pour décrire le mécanisme de financement employé par un grand nombre d'institutions financières ou d'investisseurs (souvent afin de partager les coûts et les risques) pour investir sur les marchés du financement par emprunt ou par actions. (pool, pooling vehicule)

Caisses de retraite en fiducie : De loin, le plus gros élément des régimes de retraite d'employeur. Les fonds à investir sont enregistrés légalement et organisés en fonction d'un accord fiduciaire. (trusteed pension funds)

Capital de risque : Financement à haut risque offert à long terme aux entreprises nouvelles et en développement, non protégé par des biens donnés en garantie et supposant une participation importante dans la société. (venture capital)

Co-investissement : En général, le processus au moyen duquel plusieurs institutions financières et/ou investisseurs abaissent les coûts et les risques d'une transaction en mettant en commun leurs ressources. (co-investment)

Consortium ou *syndication*: Terme générique qui désigne habituellement un groupement d'institutions financières et/ou d'investisseurs pour effectuer une transaction unique (c.-à-d. un co-investissement) ou dans le cadre d'un mécanisme de mise en commun plus officiel (p. ex. un consortium d'affaires, une société en commandite simple). (syndicate ou syndication)

Démarrage : Premières étapes du développement de nouvelles entreprises.

Diligence raisonnable : Procédure au moyen de laquelle une institution financière ou un investisseur mène une évaluation exhaustive de la proposition d'affaires d'un client potentiel avant de conclure une entente d'investissement. (due diligence)

Fiduciaire : Personne chargée de la responsabilité légale de l'administration des actifs des caisses de retraite, à titre de fiduciaire de direction, de gestion ou d'exploitation. (fiduciary)

Fiducie paritaire : Mécanisme par lequel les pouvoirs administratifs sont partagés également entre les représentants des employeurs et des employés. Ces fiducies se trouvent souvent dans des régimes contributifs, dans des régimes interentreprises et dans des régimes du secteur public. (joint trusteeship)

Financement de l'investissement: Le financement (par capitaux propres ou par emprunt) nécessaire pour réaliser un investissement productif dans une entreprise. (investment financing)

Financement par actions : Financement offert par une institution ou un investisseur sur les marchés privé ou public qui suppose un certain droit de propriété sur l'entreprise. (equity capital)

Financement par emprunt (aussi connu sous le nom de crédit ou de prêt) : Financement offert par une institution de crédit remboursable avec intérêt au cours d'une période d'une durée convenue. (debt)

Financement-relais : Appelé aussi prêts participatifs, il s'agit du financement semblable au financement par emprunt qui comporte des caractéristiques du financement par actions afin de donner plus de souplesse et de pouvoir assumer des risques accrus dans une opération. (mezzanine financing)

« Gatekeepers » (gardes-barrières) : Agents-conseillers professionnels qui interviennent sur les marchés privés des valeurs au nom des fiduciaires de caisses de retraite.

Infrastructure d'investissement : Ce terme fait référence aux programmes, services et structures mis en place pour faciliter l'activité d'investissement et/ou ajouter de la valeur aux projets d'investissement. (investment infrastructure)

Institution de crédit : Terme général pour décrire une banque, une caisse populaire ou

une coopérative de crédit, par exemple. (lending institution)

Investisseur institutionnel : Ce terme fait habituellement référence aux grandes institutions financières, comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance. (institutional investor)

Investissement à vocation économique (IVE) : Investissement choisi (semblable au ciblage des actifs) en raison de ses possibilités de rendement financier et économique. (economically-targeted investment)

Marché intermédiaire : Marché du financement privé par emprunt et par actions offert pour des investissements généralement importants dans des moyennes et grandes entreprises. (middle market)

Mise en contact : Processus consistant à établir des liens entre les demandeurs de capitaux et les sources appropriées de financement. Plus spécifiquement, ce terme est utilisé pour décrire les efforts engagés officiellement afin de mettre en contact des entrepreneurs et des fournisseurs privés de financement par emprunt et par capitaux propres. (matchmaking)

Petites et moyennes entreprises : Ces entreprises sont ainsi définies parce que la somme de leurs éléments d'actif, de leurs effectifs et de leurs ventes est petite lorsqu'on la compare aux autres (p. ex. 500 employés ou moins). Bon nombre des petites et moyennes entreprises sont des entités fermées (c.-à-d., qu'elles ne sont pas cotées à la Bourse) et à propriété restreinte. (small and medium-sized business)

Petit projet de financement : Terme général pour décrire les ententes d'investissement nécessitant de très petites sommes. Dans le cas du financement par capitaux propres, les sommes engagées sont inférieures à 500 000 $ et dans celui du financement par emprunt, de moins de 50 000 $. (small dollar project)

Placement privé : Terme générique pour les investissements dans des instruments d'emprunt sur tous les types de marchés financiers privés. Les prêts à terme et de capital de risque peuvent entrer dans cette catégorie, encore qu'ils ont tendance à former des catégories à part. (private placement)

Prêt participatif : Voir *Financement-relais*. (subordinated debt)

Premier appel à l'épargne publique : Étape dans le développement d'une petite entreprise où elle peut décider d'offrir pour la première fois ses titres au grand public par l'entremise de la Bourse. (initial public offering)

Régie d'entreprise : Politiques et pratiques liées à la gestion d'une entreprise. (corporate governance)

Régie des caisses de retraite : Politiques et pratiques liées à l'administration d'une caisse de retraite. (pension governance)

Régime de pension d'employeur : Régime fondé sur le report de la rémunération des employés en vue de fournir un revenu à la retraite. Statistique Canada emploie ce terme pour décrire les divers régimes fondés sur l'emploi, le métier ou le lieu de travail, qui sont administrés en fiducie. En réalité, les répondants de nombreux régimes de retraite sont les employeurs et les employés. (employer-sponsored fund)

Responsabilité fiduciaire : Obligation légale pour les fiduciaires d'administrer les actifs des caisses de retraite avec soin, diligence, prudence et compétence dans l'intérêt des membres du régime. (fiduciary responsability)

Retombées secondaires (de l'investissement) : Effets positifs (p. ex. dans l'économie) d'un investissement en plus du rendement financier. (collateral benefits)

Services de banque d'affaires : Appelés aussi services bancaires d'investissement, il s'agit des opérations de financement par emprunt et par actions sur le marché privé intermédiaire. (merchant banking)

Société en commandite simple : Véhicule employé sur les marchés privés des actions mettre en commun les actifs des investisseurs (associés commanditées) sous la direction de gestionnaires spécialisés (associés commanditaires). (limited partnership)

Titres acclimatés : Titres émis périodiquement par des entreprises actives et dont la cote est établie à la Bourse. (seasoned offering)

Bibliographie sommaire

Nota : On trouvera ci-dessous une brève sélection des principaux ouvrages consultés. La liste complète, dont les sources des données sur diverses caisses de retraite, se trouve dans le **Rapport technique** (voir l'**Avant-propos**).

Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (ACGFR), *Effective Pension Plan Governance*, 1997, et *Corporate Governance Standards of the PIAC*, 1993

Ambachtsheer, Keith, en collaboration avec Don Ezra, *Pension Fund Excellence: Creating Value for Stakeholders*, 1998, et *Pension Funds and the Bottom Line*, 1992

Baldwin, Bob, *Unions and Pension Fund Investments*, 1998, et, en collaboration avec Ted Jackson, Michael Decter et David Levi, *Worker Investment Funds: Issues and Prospects*, CLC, 1991

Banque de réserve fédérale (États-Unis), *The Economics of the Private Placement Market*, 1993 and *The Economics of the Private Equity Market*, 1995

Barber, Randy et Teresa Ghilarducci, "Pension funds, capital strategies and the economic future", *Transforming the US Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, M.E. Sharpe, 1993

Benefits Canada, «The top (40 or 100) pension funds», avril, 1990-1998

CCMTP (en collaboration avec l'ACGFR), *Pension Barriers to Financing Small and Medium-sized Business in Canada*, 1998

Chambre de commerce du Canada, *Focus 2000 Task Force Report on Making Investment Capital Available*, 1988

Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, 1998

Drucker, Peter, «Reckoning with the pension fund revolution», *Harvard Business Review*, mars-avril 1991

Hall, Gordon, *Mercer Handbook of Canadian Pension & Benefit Plans*, CCH, 1996

Hamilton, Stanley et Robert Heinkel, *The Role of Real Estate in a Pension Portfolio*, 1994

Ilkiw, John, *The Portable Pension Fiduciary*, Frank Russell Company, 1997

Klein, Robert et Jess Lederman (éditeurs), *Small Cap Stocks*, 1993

Macdonald, Mary, *Venture Investing and Prudence*, 1987, et en collaboration avec John Perry, *Pension Funds and Venture Capital: The Critical Link Between Savings, Investment and Jobs*, 1985

Macdonald & Associates, *Donnée publiées* et *Données inédites*, 1996-1998

McNeill, Marianna et Richard Fullenbaum, *Pension Funds and Small Firm Financing*, 1995

Porter, Michael, «Capital disadvantage: America's failing capital investment system», *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1992

Sharwood, Gordon, *The Sharwood Report: Selected Issues* et *Selected Writings*, 1989-1998

Statistique Canada, *Caisses de retraite en fiducie : Statistiques financières*, 1984-1996

Syndicat des employés et employées de la fonction publique de l'Ontario (Isla Carmichael), *Survey of Union Pension Trustees*, 1998

Wisconsin, the University of, et Milwaukee Center for Economic Development, *The Feasibility of Economically Targeted Investing*, 1997

Znaimer, Sam, *Canadian Venture Capital in the Late 1990s – Not Like the Old Days!*, 1998

Le Conseil d'administration du CCMTP

Représentants patronaux

Nancy Hughes Anthony
(Co-présidente)
Présidente et Chef de la direction
Chambre de Commerce du Canada

Mal Anderson
Vice président exécutif et
chef de la direction CEO
Opérations de l'ouest du Canada
SLM Software Inc.

Miller Ayre
Éditeur
The Telegram

Frank A. Dottori
Président
Tembec Inc.

Carole Lafrance
Présidente
C.M. Lafrance & Associates

Nicole L'Écuyer-Demers
Vice-présidente, Ressources humaines
Bombardier Inc., Division Canadair

François Pelletier
Vice-président, Opérations
La Compagnie minière Québec Cartier

Mary Porjes
Barrister and Solicitor

Brian Scroggs
Président et directeur général
Farmer Construction Ltd.

Représentants syndicaux

Nancy Riche
(Co-présidente)
Vice-présidente exécutive
Congrès du Travail du Canada

John Alleruzzo
Directeur canadien
Syndicat du vêtement, textile et autres industries

Daryl Bean
Président national
Alliance de la Fonction publique du Canada

Kathleen Connors
Présidente
Fédération Nationale des Syndicats d'Infirmières/Infirmiers

N. Budd Coutts
Secrétaire-trésorier général
Union internationale des opérateurs de machines lourdes

Clément Godbout
Président sortant
Fédération des travailleurs et travailleuses du Québec

Thomas Kukovica
Directeur canadien et Vice-président international
Union internationale des travailleurs et travailleuses unis de l'alimentation et du commerce

Lawrence McBrearty
Directeur national
Métallurgistes Unis d'Amérique

Fred W. Pomeroy
Vice-président exécutif
Syndicat canadien des communications, de l'énergie et du papier

Elaine Price
Présidente
Fédération du travail de Terre-Neuve et du Labrador

David Ritchie

Vice-Président Général
Association Internationale des Machinistes et des Travailleurs de l'Aérospatiale

Représentants gouvernementaux

Gouvernement fédéral:

Warren Edmondson
Sous-ministre adjoint, travail
et Chef, Service fédéral de médiation et de conciliation
Développement des ressources humaines Canada

Avrim Lazar
Sous-ministre adjoint
Politique stratégique
Développement des ressources humaines Canada

Shirley Serafini
Sous-ministre associée
Industrie Canada

Gouvernements provinciaux et territoriaux:

À nommer
Nouvelle-Écosse

Stuart Clark
Directeur exécutif
Ministère des qualifications, de la formation, et du travail
Colombie-Britannique

Mark Cleveland
Sous-ministre
Ministère de l'Éducation et de la Culture et de l'Emploi
Territoires du Nord-Ouest

Tony Dean
Sous-ministre
Ministère du Travail
Ontario

David Easby
Directeur exécutif
Ministère du Travail
Nouveau Brunswick

Shelley Ewart-Johnson
Sous-ministre adjointe
Ministère du Travail
Alberta

Tom Farrell
Sous-ministre
Ministère du Travail
Manitoba

Deborah E. Fry
Sous-ministre
Ministère de l'Emploi et des relations de travail
Terre-Neuve et Labrador

Gordon McDevitt
Sous-ministre adjoint
Ministère de l'Éducation
Yukon

Sandra Morgan
Sous-ministre
Ministère du Travail
Saskatchewan

David B. Riley
Sous-ministre
Ministère des Affaires communautaires et du Procureur général
Ile-du-Prince-Édouard

Représentants académiques

Daniel J. Corbett
Président et chef de la direction
St. Lawrence College

Jean-Bernard Robichaud
Recteur
Université de Moncton